



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Pedro Olímpio Pimentel e Silva

ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE A ADESÃO AO NOVO MERCADO E O VALOR
DE MERCADO DAS AÇÕES NO BRASIL

FLORIANÓPOLIS

2010

Pedro Olímpio Pimentel e Silva

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE A ADESÃO AO NOVO MERCADO E O VALOR
DE MERCADO DAS AÇÕES NO BRASIL**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis
da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel
em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Msc. Vladimir Arthur Fey

FLORIANÓPOLIS

2010

Pedro Olímpio Pimentel e Silva

ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE A ADESAO AO NOVO MERCADO E O VALOR DE
MERCADO DAS AÇÕES NO BRASIL

Esta monografia foi apresentada como TCC, no curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina, à banca examinadora constituída pelo professor orientador e membros abaixo mencionados.

Florianópolis, SC, 29 de novembro de 2010.

Professora Valdirene Gasparetto, Dra.

Coordenadora de TCC do Departamento de Ciências Contábeis

Professores que compuseram a banca examinadora:

Professor Vladimir Arthur Fey, Mestre

Orientador

Professora Bernadete Limongi, Pós-Doutora

Membro

Professor Nivaldo João dos Santos, Mestre

Membro

Aos meus pais, Nara e Tadeu, pelo apoio, pelos valores que me ensinaram e pelo esforço para que eu chegasse até aqui. À minha companheira Juliana, pelo imenso amor, pelo incentivo e pelos bons momentos compartilhados. Ao meu enteado Raul, pela compreensão, pela ajuda e pelo carinho. Esta vitória também é de vocês.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar se a efetiva adesão ao Novo Mercado tem impacto positivo no valor das ações de cada empresa. Para alcançar o objetivo será utilizado um indicador para comparar o efeito na variação das ações. Desta forma, será possível comparar o comportamento dos preços das ações frente à adesão da empresa ao Novo Mercado (NM) e analisar os resultados com base no contexto histórico do valor das ações. A partir das afirmações anteriores, no intuito de esclarecer se a efetiva adesão ao Novo Mercado tem garantido a elevação dos preços das ações no curto prazo, foram selecionadas todas as oito (8) empresas que estavam inscritas na BOVESPA antes de aderir ao NM até 31/12/2009. Para fins estatísticos foram identificadas três (3) hipóteses para a aplicação em cada uma das empresas estudadas: H1 - a empresa não atuava no NM e ao aderir ao NM aumentou significativamente o valor das ações; H2 - a empresa não atuava no NM e ao aderir ao NM não aumentou significativamente o valor das ações; H3 - a empresa negociou ações somente após a adesão ao NM. A partir dos resultados foi montada uma matriz que, juntamente com os gráficos, auxilia a perceber que não há influência da adesão ao NM nos preços das ações no curto prazo. Porém, pode-se inferir que empresas participantes do Novo Mercado, possuem, de acordo com este trabalho, em 75 % dos casos, tendências altistas de longo prazo e valor de mercado superior a 2 vezes seu valor patrimonial. Enfim, consegue-se verificar que a adesão ao NM pode ser levado em conta para a tomada de decisão de compra/venda de ações, sem deixar de lado outras análises, visando ao retorno dos investimentos no longo prazo.

Palavras-chave: Governança corporativa. Valor de mercado. Novo Mercado.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Uma síntese das razões determinantes do despertar e do desenvolvimento da governança corporativa.....	22
Figura 2: O ambiente da governança corporativa no Brasil: as forças externas e internas de modelação e de controle.	33
Figura 3: Condições determinantes do modelo brasileiro de governança corporativa efetivamente praticado.....	41

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Síntese da relação de agência.	29
Quadro 2: Uma síntese das práticas de governança corporativa do Novo Mercado.	39

LISTRA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Movimento do Indicador – CPFL.	50
Gráfico 2: Movimento do Indicador – Cremer.....	55
Gráfico 3: Movimento do Indicador – Ideiasnet	61
Gráfico 4: Movimento do Indicador – GVT.....	65
Gráfico 5: Gráfico do índice compostos por empresas de telefonia.....	66
Gráfico 6: Movimento do Indicador - Light.....	70
Gráfico 7: Movimento do Indicador – OGX	73
Gráfico 8: Movimento do Indicador – Triunfo.....	77
Gráfico 9: Movimento do Indicador – Tractebel.....	83

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Empresas objeto da análise.....	19
Tabela 2: Dados da empresa CPFL Energia S.A.....	49
Tabela 3: Dados da empresa Cremer S/A.....	54
Tabela 4: Dados da empresa Ideiasnet S.A.	58
Tabela 5: Dados da empresa GVT S.A.....	64
Tabela 6: Dados da empresa Light.	69
Tabela 7: Dados da empresa OGX.	72
Tabela 8: Dados da empresa Triunfo.....	76
Tabela 9: Dados da empresa Tractebel.....	82
Tabela 10: Matriz de resultados.....	85

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR – American Depositary Receipt
ANATEL – Agência Nacional de Telecomunicações
ANP – Agência Nacional de Petróleo
BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento
BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo
CEO – Chief Executive Office
CSN – Companhia Siderúrgica Nacional
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
IBCA – Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBOVESPA – Índice BOVESPA
IBX100 – Índice Brasil das 100 ações mais líquidas
IBX50 – Índice Brasil das 50 ações mais líquidas
ICGN – International Corporate Governance Network
IEE – Índice de Energia Elétrica
IGC – Índice de Governança Corporativa
IPO – Initial Public Offer
ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial
ITAG – Índice com Tag Along Diferenciado
ITEL – Índice setorial de Telecomunicações
MSCI – Morgan Stanley Capital International
NACD – National Association of Corporate Directors
NM – Novo Mercado
NYSE – New York Stock Exchange
OECD – Organization for Economic Cooperation and Development
ON – Ações Ordinárias Nominativas
ONU – Organização das Nações Unidas
VoIP – Voz sobre IP

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA	14
1.2	OBJETIVOS.....	16
1.2.1	Objetivo Geral	16
1.2.2	Objetivos Específicos.....	16
1.3	JUSTIFICATIVA	16
1.4	METODOLOGIA DA PESQUISA.....	17
2	GOVERNANÇA CORPORATIVA: HISTÓRICO E ABORDAGENS	21
2.1	OS CONCEITOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: CARACTERIZAÇÕES E DEFINIÇÕES	23
2.2	CÓDIGOS DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONTEXTOS DE APLICAÇÃO	26
2.3	ADESÃO DAS EMPRESAS AO NM: O IMPACTO DOS RISCOS À CORPORACÃO.....	30
2.4	A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL: ANÁLISE DE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA	32
2.5	BREVE VISÃO DO AMBIENTE CORPORATIVO NO BRASIL.....	32
2.6	O MERCADO DE CAPITAIS: NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA.....	34
2.7	A BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA): HISTÓRICO E FUNÇÕES.....	36
2.8	O INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC).....	38
2.9	O CONTEXTO INTERNO E EXTERNO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	40
3	ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE A ADESÃO AO NOVO MERCADO E O VALOR DAS AÇÕES DAS EMPRESAS NO MERCADO NACIONAL : O FOCO DA PESQUISA	43
3.1	CPFL ENERGIA S.A.	43
3.1.1	Histórico da Empresa CPFL Energia.....	43
3.1.2	A adesão ao Novo Mercado	46
3.1.3	Análise do indicador.....	50
3.2	CREMER S.A.....	51

3.2.1	Histórico da Empresa Cremer.....	51
3.2.2	A adesão ao Novo Mercado	52
3.2.3	Análise do Indicador	55
3.3	IDEIASNET S.A.	56
3.3.1	Histórico da Empresa Ideiasnet	56
3.3.2	A adesão ao Novo Mercado	56
3.3.3	Análise do Indicador	61
3.4	GVT S.A.....	62
3.4.1	Histórico da Empresa GVT	62
3.4.2	A adesão ao Novo Mercado	63
3.4.3	Análise do indicador	65
3.5	LIGHT S.A.	66
3.5.1	Histórico da Empresa Light.....	66
3.5.2	A adesão ao Novo Mercado	67
3.5.3	Análise do indicador	70
3.6	OGX PETRÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.....	71
3.6.1	Histórico da Empresa OGX.....	71
3.6.2	A adesão ao Novo Mercado	71
3.6.3	Análise do indicador	73
3.7	TRIUNFO PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A.	74
3.7.1	Histórico da Empresa Triunfo.....	74
3.7.2	A adesão ao Novo Mercado	75
3.7.3	Análise do indicador	77
3.8	TRACTEBEL ENERGIA S.A.	78
3.8.1	Histórico da Empresa Tractebel	78
3.8.2	A adesão ao Novo Mercado	79
3.8.3	Análise do indicador	83
4	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	85
	REFERÊNCIAS	88
	ANEXOS	91
	ANEXO A - EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA EM 31/12/2009	91
	ANEXO B - EMPRESAS LISTADAS NO SEGMENTO NOVO MERCADO DA BOVESPA EM 31/12/2009.....	109

1 INTRODUÇÃO

O tema governança corporativa surge no Brasil e no mundo no contexto da busca pela gestão profissionalizada e transparente aos seus acionistas e colaboradores. Envolve a adoção de boas práticas de gestão levando-se em conta tanto o ambiente externo das empresas, quanto o ambiente interno.

O presente trabalho é decorrência de indagações motivadas pela relação entre a elevação do valor de mercado das ações no Brasil, a adesão ao Novo Mercado (NM) e as boas práticas de governança corporativa. Para tanto, analisa se a efetiva adesão da empresa ao Novo Mercado têm impacto no valor das ações.

Cabe ressaltar que no Brasil a governança corporativa vem se desenvolvendo muito nos últimos anos, tanto no meio acadêmico como no profissional. Destacam-se diversas iniciativas, entre elas: a criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo; as recentes modificações na Lei das Sociedades por Ações; o código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa de Valores Imobiliários; entre outros.

Além disso, existe atualmente um grande número de pesquisas nacionais e internacionais sobre governança corporativa que estão gerando avaliações sobre a evolução das práticas e mecanismos de governança corporativa. Tais estudos envolvem várias questões, dentre elas, pode-se citar por que muitas destas práticas falham. Também há estudos relacionados às mudanças estruturais internas das empresas como, por exemplo, a aplicação dos princípios de transparência e ética.

Carvalho (2002), ao revisar iniciativas e mudanças regulatórias para aperfeiçoar as práticas de governança corporativa no Brasil, traça a evolução do mercado de capitais com ênfase nos anos 1990. O estudo conclui que a má qualidade da proteção legal ao investidor no mercado brasileiro é um dos impedimentos para o crescimento do mercado, o que indica a relevância destes estudos para a melhoria dos serviços prestados por empresas brasileiras no mercado de ações.

Cabe ressaltar que no caso das empresas brasileiras há a possibilidade de que o contexto histórico, cultural e social e a forma como cada uma delas incorporou as práticas de governança corporativa constituam aspecto relevante para as análises, tendo em vista que são aspectos subjetivos que merecem olhar investigativo. Além deste, a natureza dos serviços prestados pelas empresas também interfere diretamente no valor das ações de mercado.

Outro aspecto importante é que as pesquisas e revisões no código de governança corporativa estão contribuindo para o aperfeiçoamento das práticas de governança no Brasil e no mundo. Além disso, com o processo de globalização e desenvolvimento do mercado de capitais nos últimos tempos, tornou-se fundamental para a empresa manter boas práticas, privilegiando a área de relacionamento com investidores.

Vale a pena notar, no entanto, que conforme Leal e Silva (2007), em artigos que analisam empresas de diversos países concluíram que pode existir uma relação entre o índice de governança corporativa e valor da firma. Em países onde a proteção legal é deficiente, melhores práticas de governança corporativa têm impacto ainda maior no valor de mercado, o que reforça a afirmação do Instituto de Governança Corporativa de que as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade.

Enfim, de maneira geral as boas práticas de governança corporativa quando bem utilizadas na administração da empresa, no relacionamento entre acionistas, auditores independentes, diretores, conselheiros fiscais e conselheiros de administração com o objetivo de estabelecer responsabilidades e dinamizar o desempenho empresarial de todos que estão ligados direta e indiretamente na gestão poderá constituir-se numa ferramenta imprescindível para o alcance de bons resultados sobre o desempenho empresarial e conseqüentemente o valor das ações.

Na medida que o nível mais elevado de Governança Corporativa no Brasil é o Novo Mercado e que existem muitas maneiras para representar boa governança corporativa, uma delas pode ser avaliar se as boas práticas podem levar a um menor custo de capital e maior valor de mercado.

Portanto, as comparações dos resultados do indicador que será analisado neste trabalho poderá permitir possíveis evidências do papel da boa governança corporativa e seus reflexos sobre o preço das ações das empresas pesquisadas a partir da sua adesão ao Novo Mercado..

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Com o processo de expansão da bolsa de valores e sua popularização, houve o surgimento de novos investidores no mercado de ações. Este movimento incentivou muitas

empresas a abrir o capital e negociar ações para se capitalizar, financiando suas operações e seu crescimento.

Pequenos investidores que passaram a ter acesso ao mercado de ações aplicam suas economias fazendo uso de opiniões de amigos e notícias veiculadas na mídia, objetivando ganhos elevados e de curto prazo. Assim, não fazem nenhum tipo de análise da empresa, seu histórico e seus fundamentos.

Segundo Terra Notícias (2010), este tipo de investidor é cada vez mais comum no mercado. O Jovem Milionário (2010) infere que estes investidores costumam cometer alguns erros, tais como: seguir padrões de comportamento, ou seja, se outros estão comprando eles compram ou se outros estão vendendo eles vendem e confiar somente em suas análises. O equilíbrio entre suas convicções e outras análises é essencial, envolver sentimentos e emoções, é um erro bem comum em tempos de euforia e crises, e acaba contabilizando grandes prejuízos.

Portanto, o pequeno investidor na tentativa de minimizar o risco busca definir alguns parâmetros de fácil utilização e acesso. Observando a dinâmica do mercado de ações, parece existir relação entre o valor do preço das ações e a adesão ao mais alto nível de governança corporativa - O Novo Mercado, visto que alguns corretores e muitos destes pequenos investidores utilizam o fato da participação da empresa no Novo Mercado como fator decisório para comprar ou vender determinada ação.

A partir das afirmações anteriores, com o objetivo de esclarecer se a adesão ao Novo Mercado tem garantido a elevação dos preços das ações no curto prazo, surge a questão da pesquisa:

A adesão ao Novo Mercado tem impacto no valor das ações da empresa?

No intuito de auxiliar a análise e responder à questão formulada, e considerando que as boas práticas de governança corporativa possibilitam uma gestão profissionalizada e transparente e que estas interferem no valor das ações no mercado, identificaram-se as seguintes hipóteses:

- a) H1 - a empresa não atuava no NM e ao aderir ao NM aumentou significativamente o valor das ações;
- b) H2 - a empresa não atuava no NM e ao aderir ao NM não aumentou significativamente o valor das ações;
- c) H3 - a empresa negociou ações somente após a adesão ao NM.

1.2 OBJETIVOS

Neste item será abordado o objetivo geral do trabalho, bem como seus objetivos específicos.

1.2.1 Objetivo Geral

Verificar se a adesão ao Novo Mercado tem impacto no valor das ações da empresa.

1.2.2 Objetivos Específicos

Seguem abaixo os objetivos específicos:

- a) verificar as oscilações do indicador das empresas antes e depois da divulgação da adesão às práticas de governança corporativa do mercado acionário brasileiro;
- b) verificar com base no contexto histórico do valor das ações o impacto da adesão ao NM na empresa;
- c) identificar reflexos das práticas de governança corporativa no valor das ações no mercado.

1.3 JUSTIFICATIVA

À medida que pequenos investidores têm acesso à bolsa de valores, resolvem migrar boa parte de suas economias de fundos de investimentos para ações. Em virtude disso, deparam-se com uma série de dúvidas a respeito de como, em que proporção e em quais ações deveriam aplicar os recursos.

Em pouco tempo percebem que outros investidores têm a mesma dificuldade. Foi então que notaram que outras pessoas e analistas de mercado utilizam como parâmetro o fato da governança corporativa da empresa estar alinhada com o Novo Mercado.

Enfim, a maioria dos pequenos investidores têm a percepção que ao migrar para o Novo Mercado, o valor da ação de determinada empresa aumenta substancialmente no curto prazo, porém, estas percepções não se baseiam em nenhum tipo de análise.

O trabalho verifica, com dados, se estas percepções estão certas e servem de fator decisório para comprar e vender determinada ação. Acredita-se esta pesquisa servirá para esclarecer a dúvida de investidores e futuros investidores do mercado de ações brasileiro.

1.4 METODOLOGIA DA PESQUISA

Trata-se de uma pesquisa exploratória e descritiva, cujo objetivo é a análise do indicador e sua relação com as práticas de governança corporativa.

De acordo com Gil (2002, p.42), as pesquisas descritivas “tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis”.

Já as pesquisas exploratórias, segundo Gil (2002, p.41), “têm como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou constituir hipóteses. [...] têm como objetivo principal o aprimoramento de idéias ou a descoberta de intuições”.

Primeiramente realizou-se uma pesquisa para a identificação de todas as empresas que atuam no mercado acionário brasileiro e, após o levantamento das empresas, foi feita a seleção daquelas inscritas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) com data anterior à data de migração ao Novo Mercado (nível diferenciado de governança corporativa), de forma a conferir ao trabalho a notabilidade que, segundo Beuren (2003, p.89), “é justificada no momento em que se podem organizar informações que se encontrem dispersas, conferindo-lhes uma nova importância como fonte de consulta”.

A pesquisa também tem cunho quantitativo que, segundo Beuren (2003, p.92), “caracteriza-se pelo emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta como no tratamento dos dados”.

A partir de então, para facilitar a análise foi utilizado um indicador de análise para comparar o efeito na variação das ações. Desta forma, é possível comparar o comportamento dos preços frente à adesão da empresa ao Novo Mercado e analisar os resultados.

Com seu uso é possível comparar empresas de segmentos e portes diferentes de forma mais homogênea e simples. As variáveis que compõem o indicador bem como sua metodologia de cálculo serão as seguintes:

I = Indicador;

T = Total de ações;

CS = Valor do capital social;

VMu = Valor de mercado unitário da ação.

VPu = Valor patrimonial unitário da ação, sendo que $VPu = \frac{CS}{T}$;

$$I = \frac{VMu}{VPu} = \frac{VMu}{\frac{CS}{T}} = \frac{VMu \times T}{CS}, \text{ ou seja, } I = \frac{VMu \times T}{CS}$$

O indicador servirá para evidenciar quantas vezes o preço de mercado da ação corresponde ao seu valor patrimonial. Em caso de agrupamento e desdobramento de ações, ocorre a variação do valor patrimonial na mesma proporção com que ocorre no valor de mercado, não sendo necessário nenhum tipo de indexador para corrigir o indicador que anula falsos movimentos nos preços das ações.

O universo de empresas foi de 561 que estavam inscritas na bolsa no final do quarto trimestre de 2009 (31/12/2009), pois o levantamento das informações deu-se início no primeiro trimestre de 2010. Destas foram selecionadas aquelas que estavam negociando ações no NM em 31/12/2009 e tabeladas aquelas que efetivamente já operavam no mercado antes de aderir ao NM até 31/12/2009.

Portanto, para a análise fazer sentido foram selecionadas empresas já inscritas na BOVESPA antes da adesão ao NM, possibilitando a comparação do período antes e depois da adesão ao NM.

Após apuração da data de inscrição na BOVESPA e da adesão ao contrato do Novo Mercado e excluídas as empresas cuja data de inscrição na BOVESPA é coincidente com a data de adesão ao NM, passou-se para a verificação das possibilidades de estudo resultando em oito empresas do universo levantado.

Cabe ressaltar que, segundo dados da BOVESPA, a partir de meados de 2007 grande parte das empresas inscritas na bolsa já era aderente ao novo Mercado.

Observa-se na Tabela 1 as empresas objeto da análise deste trabalho.

Nº	Razão Social	Início BOVESPA	Adesão NM	Atividade
1	CPFL ENERGIA S.A.	2000	29.09.04	Energia Elétrica
2	CREMER S.A.	2006	30.04.07	Medicamentos e Outros
3	GVT (HOLDING) S.A.	2006	15.02.07	Telefonia Fixa
4	IDEIASNET S.A.	1999	15.01.08	Programas e Serviços
5	LIGHT S.A.	2004	22.02.06	Energia Elétrica
6	OGX PETROLEO PART. S.A.	2006	13.06.08	Refino de Petróleo
7	TPI - TRIUNFO PART. E INVEST. S.A.	2002	23.07.07	Exploração de Rodovias
8	TRACTEBEL ENERGIA S.A.	1998	16.11.05	Energia Elétrica

Tabela 1: Empresas objeto da análise

Fonte: BOVESPA posição de 31/12/2009

Como é perceptível na tabela acima não se vê empresas do porte da Petrobrás, Vale, Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) ou algum grande banco brasileiro. O que ocorre com grande parte destas empresas é que entre seus acionistas está o Governo. Além disso são empresas com tradição no mercado de ações, possuem boa liquidez, são sólidas e detêm grande aceitação dos investidores em geral e das administradoras de fundos de investimentos, portanto, para estas empresas e para o mercado não é essencial sua reestruturação para adequação às normas impostas pelo NM.

Dentre as empresas que serão objeto de estudo deste trabalho, observam-se empresas de portes variados e diversos ramos de atividade, destacando-se o ramo de energia elétrica, que no geral há três grandes empresas: CPFL Energia S.A., grupo que gera, distribui e comercializa energia elétrica e atua fortemente no estado de São Paulo; Light S.A., que também é um grupo que gera, distribui e comercializa energia elétrica e atua no estado do Rio de Janeiro; e a Tractebel Energia S.A., empresa com sede em Florianópolis/SC, geradora de energia elétrica.

Após a identificação das empresas que foram analisadas foi feito levantamento de dados contendo o capital social, total de ações, ações ordinárias (com direito a voto) e valor de mercado da ação. Todos os dados têm posições trimestrais, pois este é o menor intervalo possível visto que a legislação vigente dispõe que as empresas devem se reportar à BOVESPA trimestralmente publicando seus balanços.

Com todos os dados tabelados, é calculado o indicador e posteriormente haverá a análise de seu movimento e de fatos relevantes da empresa, bem como a validação das hipóteses apresentadas.

Ao término do trabalho será analisada a matriz de resultados gerando um panorama geral de toda a pesquisa, possibilitando a sua conclusão.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA: HISTÓRICO E ABORDAGENS

Uma das razões para o surgimento da governança corporativa, conforme pesquisas, foram os conflitos de agências entre acionistas e gestores, entre grupos majoritários e minoritários. Segundo Andrade e Rossetti (2007, p.89):

Os conflitos de agência, tanto os derivados do oportunismo dos gestores em face da dispersão e à ausência dos acionistas, quanto os associáveis a estruturas de propriedade acionária que ensejam a expropriação dos direitos de minoritários por ações oportunistas de majoritários, são as razões fundamentais do despertar da governança corporativa.

Os autores apontam que somados aos conflitos de agência, desde a segunda metade dos anos 80, dois diferentes fatores levaram as companhias a aderirem às melhores práticas de governança. Um deles encontra-se dentro das próprias corporações e outro, a partir do ambiente externo, ou seja, das novas condições que se estabeleceram no mundo dos negócios e que exigem mudanças nas práticas de alta gestão. Em suma, soma-se aos fatores internos o ambiente externo das empresas. Ambiente este crescente em complexidade, mutações e desafios.

Segundo os autores, os conflitos e inadequações internas envolveram três razões fundamentais para o despertar da governança corporativa:

- a) relacionamento acionistas-corporações;
- b) atuação da direção executiva;
- c) constituição de conselhos de administração.

Além destas razões Andrade e Rossetti (2007) apontam razões adicionais determinantes do despertar da governança corporativa, conforme síntese na **Figura 1**:

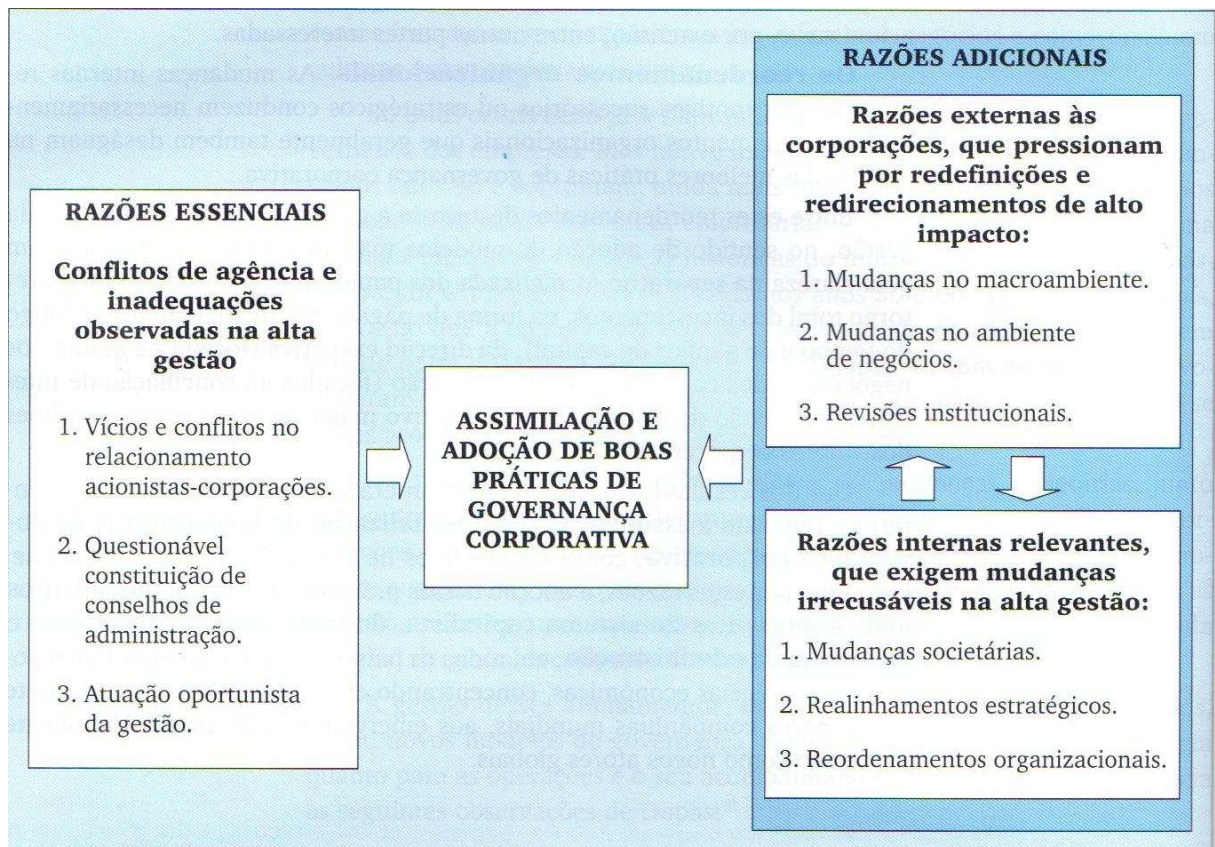


Figura 1: Uma síntese das razões determinantes do despertar e do desenvolvimento da governança corporativa.

Fonte: Extraída de Andrade e Rossetti 2007, pg. 100 figura 1.10.

Os autores ressaltam que um dos resultados deste conjunto interativo de razões externas e internas tem sido a assimilação e a internalização de boas práticas de governança corporativa. Por estas razões a adoção de boas práticas de governança constitui-se num dos movimentos mais importantes do novo mundo corporativo e da ciência da administração nos países que ascenderam à posição de potências econômicas e naqueles que ganham crescente expressão como novos atores globais.

De acordo com o histórico do mercado acionário citado no site da BOVESPA (2008) quanto ao Brasil, o quadro geral da governança corporativa pode ser compreendido a luz do modelo de desenvolvimento do mercado acionário que data do início dos anos de 1970. Até então, o mercado acionário era bastante desregulado e em vista disto, criou-se legislação, desenhou-se incentivos para a promoção de mercados capitais buscando com estas práticas elevar a adesão das empresas ao NM.

Esta mudança de ótica trouxe a percepção de que governança corporativa pode ser definida de várias maneiras, dependendo do problema de agência que se considera.

2.1 OS CONCEITOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: CARACTERIZAÇÕES E DEFINIÇÕES

Existe na bibliografia disponível um conjunto bastante diversificado de questões que cercam a governança corporativa. A abordagem para o tema leva em conta os estudos de Rossetti e Andrade (2007) por considerá-los adequados aos objetivos deste trabalho.

Neste sentido, Andrade e Rossetti (2007, p.137) apontam pelo menos dez dimensões das empresas envolvendo a governança corporativa.

- a) dimensão das Empresas;
- b) estruturas de propriedade;
- c) fontes de financiamento predominantes (internas e externas);
- d) tipologia dos conflitos de agência e harmonização dos interesses em jogo;
- e) tipologia das empresas quanto ao regime legal;
- f) tipologia das empresas quanto à origem dos grupos controladores;
- g) ascendência das empresas que se modifica por fusões e aquisições;
- h) abrangência geográfica de atuação das empresas;
- i) traços culturais das nações em que as empresas operam; e
- j) instituições legais e marcos regulatórios estabelecidos nas diferentes partes do mundo.

Tais dimensões interferem nas definições do tema. Para tanto, Rossetti e Andrade (2007, p.138-140) propuseram alguns critérios para agrupar os conceitos, cuja abordagem reflete sintonia com os princípios de boas práticas de governança corporativa. Os critérios são apresentados na seguinte lógica:

- a) governança como guardião de direitos das partes com interesses em jogo nas empresas;
- b) governança como sistema de relações pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas;
- c) governança como estrutura de poder que se observa no interior das corporações;

- d) governança como sistema normativo que rege as relações internas e externas das companhias.

Governança como guardião de direitos

Segundo Monks e Minow apud Rossetti e Andrade (2007, p.138):

A governança corporativa trata do conjunto de leis e regulamentos que visam: a) assegurar os direitos dos acionistas das empresas, controladores e minoritários; b) disponibilizar informações que permitam aos acionistas acompanhar decisões empresariais impactantes, avaliando o quanto elas interferem em seus direitos; c) possibilitar aos diferentes públicos alcançados pelos atos das empresas o emprego de instrumentos que asseguram a observância de seus direitos; d) promover a interação dos acionistas, dos conselhos de administração e da direção executiva das empresas.

Bem como segundo Williamson apud Rossetti e Andrade (2007, p.138) “A governança corporativa trata de justiça, da transparência e da responsabilidade das empresas no trato das questões que envolvem os interesses do negócio e os da sociedade como um todo”.

Pode-se observar que em ambas as definições vemos como ponto comum a proteção de todos os acionistas com regras de gestão transparentes e garantia de direitos aos minoritários.

A governança como sistema de relações:

Segundo Shleifer e Vishny, apud Rossetti e Andrade (2007, p.139):

A governança corporativa é o campo da administração que trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Ela estabelece os caminhos pelos quais os supridores de capital das corporações são assegurados de retorno dos investimentos.

Já o IBCG (2003):

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas e cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade.

Os conceitos evidenciam a sistemática de relacionamentos da governança corporativa entre todos os envolvidos, sempre tendo como um objetivo comum o retorno do investimento, seja de forma direta ou indireta.

A governança como estrutura de poder:

De acordo com Cadbury, apud Rossetti e Andrade (2007, p.139), “a governança corporativa é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas”.

Ainda HITT, Ireland e Hosksson apud Rossetti e Andrade (2007, p.139) define que:

A governança corporativa nasceu do divórcio entre a propriedade e a gestão das empresas, seu foco é a definição de uma estrutura do governo que maximize a relação entre o retorno dos acionistas e os benefícios auferidos pelos executivos. Neste sentido, envolve a estratégia das corporações, as operações, a geração de valor e a destinação de resultados.

Novamente podemos perceber uma estrutura que tem como foco o retorno de forma igualitária para todos os acionistas.

A governança como sistema normativo:

Mathiesen apud Rossetti e Andrade (2007, p.140) cita que:

Governança corporativa é um campo de investigação focado em como monitorar as corporações, através de mecanismos normativos, definidos em estatutos legais, termos contratuais e estruturas organizacionais que conduzem ao gerenciamento eficaz das organizações, traduzidos por uma taxa competitiva de retorno.

Portanto, percebe-se que o sistema normativo também está focado no retorno do investimento, por meio de dispositivos legais.

Por meio de todas as abordagens anteriores, percebe-se que a governança corporativa envolve conceitos como valores, direitos, relações, governo, poder e normas. Tratam de um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que regem o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas. (Rossetti e Andrade, 2007)

Utilizando-se dos conceitos citados, as boas práticas de governança corporativa são fundamentais para que os mercados possam obter um melhor desempenho, aliviar os problemas de agência e garantir os direitos dos acionistas diante dos possíveis abusos dos gestores, como também proteger os acionistas minoritários frente aos interesses individuais dos majoritários.

A aplicação de práticas e normas, na administração da empresa, decorrentes do relacionamento entre acionistas, auditores independentes, diretores, conselheiros fiscais e conselheiros de administração, com o objetivo de estabelecer responsabilidades, para que conseqüentemente, todos (*insiders* – investidor com acesso privilegiado à informações e *stakeholders*) se beneficiem dos bons resultados alcançados.

O grande desafio encontrado é estabelecer quais são as necessidades de cada país e de cada empresa, analisando as opiniões tanto de investidores internos, como também de investidores estrangeiros, para só então reformular e melhorar a estrutura de governança existente.

Para então, através do uso de regras corporativas e procedimentos gerenciais alcançar uma estrutura de governança que resulte na valorização da companhia pelo mercado e crie valor para os acionistas.

2.2 CÓDIGOS DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONTEXTOS DE APLICAÇÃO

Com a evolução e a importância cada vez maior do estudo da governança corporativa foram surgindo, inicialmente nos países com mercado de capitais mais desenvolvidos, os “Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa”.

Conforme GARCIA (2005, p.11), o primeiro destes códigos surgiu no Reino Unido em 1992, como resultado da iniciativa da Bolsa de Valores de Londres (*London Stock Exchange*), que criou o chamado comitê *Cadbury* com o objetivo de revisar certas práticas de governança corporativas relacionadas a aspectos contábeis, que deu origem ao *The Cadbury Report*.

Ainda de acordo com GARCIA (2005, p.12), como exemplo de outros códigos voltados para a governança corporativa no exterior podem ser citados, entre outros, os seguintes: The Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) Report,

publicado em abril de 1999, The NACD Report, relatório preparado pela National Association of Corporate Directors e publicado em novembro de 1996, Euroshareholders Corporate Governance Guideline 2000, publicado pelo European shareholders Group em fevereiro de 2000 e Global Share Voting Principles, publicado pela International Corporate Governance Network (ICGN) em julho de 1998.

Entretanto, RIBEIRO NETO (2002) aponta que os anos 1990 e 2000 tiveram vários casos de escândalos envolvendo as práticas de governança corporativa, como o caso da *WorldCom*, que em cinco trimestres contabilizou despesas como investimentos e com isso transformou em lucros os prejuízos, envolvendo um montante de 3,8 bilhões de dólares, ou o caso da *Enron* que, através de uma técnica contábil, a chamada contabilidade criativa, escondeu um endividamento excessivo que levou a empresa à falência.

Os escândalos financeiros que envolveram as grandes empresas tiveram impacto não só nos países sede destas companhias, como também no restante do mundo. Diante da preocupação mundial causada pelas fraudes cometidas por estas companhias, a discussão sobre governança corporativa foi intensificada e atualmente é comum os países possuírem códigos de governança.

De acordo com SIQUEIRA (2007), o desenvolvimento destes códigos é estimulado por estes escândalos, capazes de colocar em risco a credibilidade das empresas e do mercado em geral. Além dos códigos é possível citar entidades mundiais que buscam o maior desenvolvimento e discussão sobre a governança corporativa, como por exemplo, *World Bank*, o *Global Corporate Governance Forum* e *International Corporate Governance Network*.

De acordo com SIFFERT FILHO (1998, p.54), os Estados Unidos são caracterizados por um mercado de capitais altamente desenvolvido e com controle acionário pulverizado. A propriedade está distribuída tanto entre indivíduos comuns, quanto entre investidores institucionais e instituições financeiras. A governança se desenvolveu no país na tentativa de solucionar os problemas de expropriação de riqueza dos investidores. A alta pulverização do capital das empresas faz com que os grandes investidores detenham baixa porcentagem do total das ações das companhias. Com isso, os gestores ganham força se comparados aos investidores, que não conseguem influenciar as práticas da corporação, facilitando, desta forma, que os gestores consigam maximizar sua utilidade ao invés da utilidade dos proprietários.

Segundo SIQUEIRA (2007, p.29), em 2001 foi publicado o código de governança corporativa do Japão. Desde a década de 90 a governança corporativa japonesa vêm se

desenvolvendo, pois reconheceu-se a necessidade de restaurar a confiança na economia japonesa e no mercado de ações que havia sido abalada pela estagnação econômica, iniciada em 1990. Na Alemanha, antes mesmo da criação do código de governança corporativa alemão ter sido lançado, um importante passo já havia sido dado pelo *Deutsche Börse*, administrador da bolsa de Frankfurt, que foi a criação do *Neuer Market* (novo mercado).

Segundo Araujo et al. (2008), “os conflitos de agência tornaram-se importantes a partir da evolução dos mercados de capital.”. De acordo com Segatto-Mendes (2001), a teoria da agência proporcionou uma análise das diferentes relações contratuais existentes no seio da empresa, incluindo o conceito de relação de agência, que normalmente envolve um agente principal (proprietário) que solicita a um agente (gestor) que atue por sua conta e em prol de seus interesses, sendo-lhe oferecida em troca dos serviços uma remuneração.

Segundo o Código das Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2003), ocorre conflito de interesses quando alguém não é independente em relação à matéria em discussão e mesmo assim pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da sociedade.

No Brasil os principais investidores institucionais também têm adotado códigos de melhores práticas de governança corporativa. A Previ, Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil, maior fundo de pensão do país, elaborou seu próprio Código e instituiu políticas de orientação para seus 421 representantes nos conselhos de administração e fiscais das empresas em que participa.

A preocupação inerente ao ambiente empresarial, principalmente no caso em que sua propriedade é dispersa, é assegurar que as decisões dos agentes agreguem o maior valor possível às ações diante das estratégias e condutas possíveis de serem implementadas. Os mecanismos de controle devem então garantir que os gestores não tomem decisões conflitantes com o objetivo de maximizar o valor da empresa e, conseqüentemente, das ações.

No modelo de gestão das corporações os acionistas, como agentes principais e outorgantes, estão focados em decisões financeiras, em alocação eficaz dos recursos, em carteiras de máximo retorno, em diversificação de riscos de aplicações. E, como outorgados e agentes executores, os gestores estão focados em decisões empresariais, no domínio do negócio, em conhecimento de gestão, em estratégias e em operações. Aos gestores, os acionistas fornecem os recursos para a capitalização dos empreendimentos e as remunerações pelos serviços de gestão; em contrapartida, os gestores fornecem serviços que maximizam o retorno dos acionistas, com o compromisso de prestarem informações precisas, oportunas,

confiáveis e abrangentes sobre a condução dos negócios, sobre os riscos e vulnerabilidades da empresa e sobre suas perspectivas futuras. (Andrade & Rossetti, 2007)

Estabelece-se assim, entre os dois agentes, outorgantes e outorgados, uma relação de agência. Porém os gestores profissionais também têm seus próprios interesses e procurarão maximizá-los. Em torno da relação poderão estar decisões em oposição: as que maximizam o retorno total dos acionistas e as que maximizam o interesse dos gestores. (Andrade & Rossetti, 2007)

O Quadro 1 demonstra de forma resumida esta relação de agência.

O GESTOR OPORTUNISTA		AS REAÇÕES		O ACIONISTA OPORTUNISTA
<ul style="list-style-type: none"> • Conflito de agência típico: interesses dos acionistas conflituosos com os dos gestores 		<ul style="list-style-type: none"> • Preocupações ativistas com boas práticas de governança corporativa. 		<ul style="list-style-type: none"> • Conflito de agência típico: interesses dos acionistas majoritários conflituosos como os dos minoritários.
<ul style="list-style-type: none"> • Agentes que podem vir a exercer práticas oportunistas: os gestores 	Dispersão da propriedade acionária	<ul style="list-style-type: none"> • Criação de institutos legais e marcos regulatórios protecionistas dos direitos e interesses dos acionistas. 	Concentração da propriedade acionária	<ul style="list-style-type: none"> • Agentes que podem exercer práticas oportunistas: os majoritários.
<ul style="list-style-type: none"> • Exemplos de práticas oportunistas: 		<ul style="list-style-type: none"> • Constituição de Conselhos de Administração eficazes, com focos em: 		<ul style="list-style-type: none"> • Exemplos de práticas oportunistas:
<ul style="list-style-type: none"> - Benefícios exorbitantes autoconcedidos 		<ul style="list-style-type: none"> - Remoção de conflitos e de custos de agência. 		<ul style="list-style-type: none"> - Uso fechado de informações privilegiadas.
<ul style="list-style-type: none"> - Crescimento da empresa em detrimento da maximização do retorno. 	Separação entre a propriedade e a gestão	<ul style="list-style-type: none"> - Práticas centradas no retorno e na riqueza dos acionistas. 	Sobreposição propriedade e gestão	<ul style="list-style-type: none"> - Autoneomeação ou nepotismo para cargos relevantes.
<ul style="list-style-type: none"> - Participação acionária em empresas clientes ou fornecedores daquela que gerenciam. 				<ul style="list-style-type: none"> - Co-optação de colegiados corporativos: complacência em relação a estratégia e as operações.
				<ul style="list-style-type: none"> - Estruturais piramidais de controle: participações acionárias cruzadas.

Quadro 1: Síntese da relação de agência.

Fonte: Adaptado de ANDRADE & ROSSETI (2007 p. 88).

O Quadro 1 ajuda o entendimento de que o conflito de agência ocorre quando os gestores, agindo em nome dos acionistas, tomam decisões que divergem dos interesses destes proprietários. O problema de agência entre agentes e principais é bastante comum em empresas com propriedade pulverizada, onde o principal conflito de interesse ocorre entre gestores e acionistas.

No entanto, empresas com concentração de propriedade também apresentam o problema de agência, que ocorre entre acionistas majoritários e minoritários, pois em grande parte dos casos os majoritários possuem vantagens que não são oferecidas aos minoritários. A concentração de capital em poucos grandes acionistas gera a possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários, surgindo assim um novo conflito de agência.

O processo de globalização tem acarretado transformações no comportamento dos agentes com a integração dos mercados em nível mundial, gerando a necessidade de os investidores compararem os diversos mercados e ativos existentes sob a ótica global. O mercado brasileiro, de pequeno porte e liquidez, sem a tradição dos grandes centros financeiros, apresenta características particulares tanto na legislação reguladora quanto na estrutura societária típica.

2.3 ADESÃO DAS EMPRESAS AO NM: O IMPACTO DOS RISCOS À CORPORACÃO

Os diferentes níveis de governança corporativa evidenciam seus impactos aos acionistas, às empresas e à economia brasileira através dos comportamentos apresentados pelas empresas listadas em cada um destes níveis.

Não é novidade que as empresas listadas na BOVESPA procuram o crescimento financeiro, através do lucro e do poder adquirido. Para isso, buscam a melhor alternativa para ingressar no mercado de capitais e financiar o crescimento da organização de maneira a atender os interesses dos gestores, investidores e sociedade (*stakeholders*) e da organização e buscam também forms de fazer com que a governança corporativa pode ser usada como uma ferramenta para a criação de valor.

Analisar qual o impacto no mundo dos negócios das boas práticas de governança corporativa, comparar os desempenhos das diferentes práticas de governança do Brasil, analisar o reflexo na economia do país e comparar desempenhos de empresas com diferenciação de práticas de governança com as demais são pontos que perseguem principalmente os detentores de capital, ou seja, os investidores.

As modernas corporações assumem diversos objetivos que geram riscos à corporação. Pode-se citar pelo menos seis deles:

- a) busca de *status*, poder e prestígio por parte dos que exercem o poder, resultando em condutas incompatíveis com a obtenção do lucro máximo;
- b) busca por perfeição e por excelência profissional por parte dos gestores, levando-os a desviar recursos para atividades-meio, em detrimento de atividades-fim;
- c) preferência por segurança, gerando conflitos entre oportunidades de retornos sob altos riscos e sustentação de status quo mais conservador;

- d) preferência por crescimento e por maior participação nos mercados, com sacrifício, ainda que temporário, das margens operacionais e dos resultados de balanço;
- e) conciliação de interesses de vários grupos, internos e externos, todos buscando simultaneamente a máxima satisfação dos seus propósitos;
- f) decisões mais voltadas para os interesses da Diretoria Executiva do que para a geração de riqueza para os acionistas (ANDRADE & ROSSETTI, 2007).

O último deles é o que mais claramente tipifica o que a teoria da governança define como “custos de agência atribuíveis aos propósitos imperfeitamente simétricos de gestores e acionistas”, ou simplesmente *conflito de agência*.

Foi neste contexto que as boas práticas de gestão ganharam importância, gerando discussão e o desenvolvimento de códigos de conduta que norteiam as boas práticas de governança corporativa.

É possível destacar como fatores que geraram o sucesso deste mercado as regras de transparência, a preocupação com o direito dos acionistas e a liquidez mínima exigida.

O Novo Mercado (NM) facilita ao investidor identificar se aquela companhia é sólida, comprometida com o crescimento e pratica o desenvolvimento sustentável das atividades.

Isto porque a BOVESPA e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) determinaram uma série de regras e medidas descritas no regulamento do Novo Mercado que as empresas listadas neste mercado devem seguir e praticar como, por exemplo, somente a existência de Ações Ordinárias (ON), que são ações com direito a voto, e também 100% das ações com as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*), o que melhora a precificação da ação no mercado, e ainda exigem que as empresas listadas no Novo Mercado possuam no mínimo 20% dos membros do conselho de administração exteriores à organização e 25% das ações tenham “*free float*”, ou seja, estejam sempre em negociação na Bolsa de Valores, e não em posse do *Chief Executive Office* (CEO).

Por outro lado, as companhias ganham liquidez, aumentam seu valor de mercado e por consequência geram um resultado maior e mais consistente, o que é confirmado pelo Índice de Governança Corporativa (IGC) (índice com ações de empresas com níveis de governança corporativa diferenciados), que vem demonstrando uma melhor performance, se comparado ao Índice BOVESPA (BOVESPA). Em 19 de julho de 2008 o Novo Mercado atingiu 100 empresas listadas, em contraste com cerca de 300 empresas que estão fora deste filão do mercado. (BOVESPA, 2008)

O Novo Mercado configura-se, portanto, como um atrativo tanto para os investidores, como para a organização. Prova disso é que em 2007, das 27 empresas que fizeram *Initial Public Offer (IPO - lançamento inicial de ações)*, 21 negociaram no Novo Mercado. A dúvida do mercado é se a evolução do nível máximo de governança tem limites ou se haverá sempre um degrau a subir. Uma parte dos especialistas acredita que um dia ele será dispensável, visto que o investidor já terá discernimento para distinguir sozinho a empresa séria e auto-sustentável da empresa que visa somente aos interesses dos gestores (*insiders*), e uma outra parte acredita que o Novo Mercado é um processo contínuo que pode sempre avançar.

2.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL: ANÁLISE DE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA

O cenário traçado abaixo ajuda a elucidar as mudanças no cenário econômico.

As mudanças no cenário competitivo, como a maior estabilidade econômica, a globalização e a maior dificuldade de acesso a recursos a um custo competitivo, junto com mudanças internas na estrutura de liderança, colocam o atual modelo de governança corporativa no Brasil sob intensa pressão. Está ocorrendo uma mudança rumo a um modelo emergente. Mas há barreiras a esta transição e ainda é cedo para avaliar se ela será suficiente para as empresas competirem globalmente. (Mckinsey & company e Korn/Ferry international – Panorama da governança corporativa no Brasil, p. 385 in Andrade e Rossetti, 2007)

As concepções político-ideológicas subjetivas que compõem o cenário econômico mundial interferem decisivamente sobre o ambiente corporativo no Brasil. O que se quer dizer com isso é que o cenário apontado acima está alinhado aos movimentos estratégicos e às mudanças econômicas dos anos 90 que interna e externamente caracterizam a trajetória da governança corporativa no Brasil. Portanto, o cenário traçado por Mckinsey e Korn/Ferry continua sendo atual.

2.5 BREVE VISÃO DO AMBIENTE CORPORATIVO NO BRASIL

Andrade e Rossetti (2007) observam que na economia e nas condições gerais de operação das empresas no Brasil nos últimos quinze anos estiveram alinhadas as mudanças

globais gestadas na transição da década de 70 para a de 80 e desencadeadas desde o início dos anos 90. O alinhamento da estratégia brasileira às transformações daquela época sugere ser interessante e merece atenção. Para tanto, a síntese organizada pelos autores na Figura 2 oferece condições para o estabelecimento de parâmetros relevantes para análise.

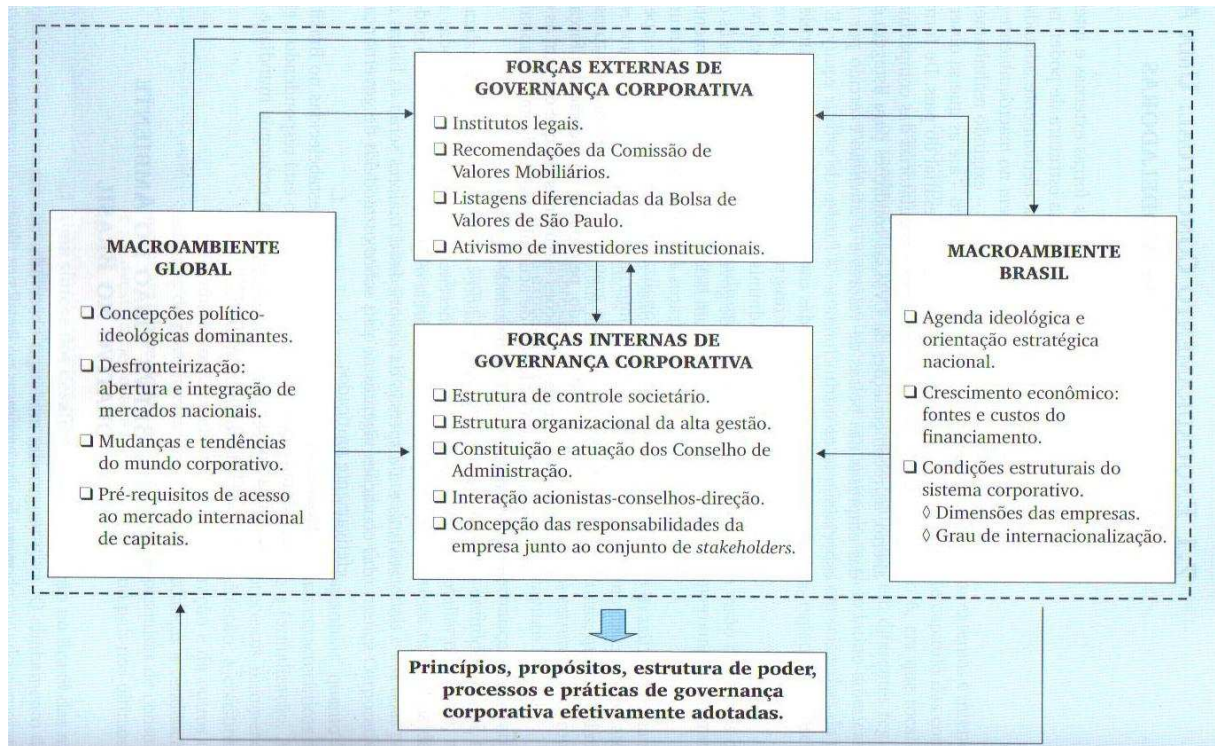


Figura 2: O ambiente da governança corporativa no Brasil: as forças externas e internas de modelação e de controle.

Fonte: Extraído de Andrade e Rossetti, 2007 pg. 388 quadro 7.1

A Figura 2 sintetiza o conjunto das forças externas e internas que interferem nos princípios, nos propósitos, na estrutura de poder, nos processos e nas práticas de governança corporativa efetivamente adotadas no Brasil.

Conforme Andrade e Rossetti (2007), a aderência do modelo de governança praticado no país às condições do macroambiente global é, de um lado, dependente do alinhamento da estratégia econômica nacional aos traços dominantes da economia mundial; de outro lado, do grau de internacionalização das corporações que operam no país. Já a aderência às condições internas estabelecidas por órgãos reguladores é influenciada, de um lado, pelo grau de *enforcement* dos estudos legais e das regulamentações; de um outro lado, pelo poder de pressão das forças ativistas e, primordialmente, pelas condições estruturais em que operam as companhias, com destaque para as fontes de acumulação, a origem do capital e a concentração ou dispersão da propriedade acionária.

Ainda segundo a abordagem de Andrade e Rossetti (2007), as grandes mudanças observadas na economia e nas condições gerais de operação das empresas no Brasil nos últimos quinze anos estiveram alinhadas às mudanças globais, gestadas na transição da década de 70 para a de 80 e desencadeadas desde o início dos anos 90.

Nos anos 90, as mudanças que se observam no Brasil foram na direção da desradicalização, seguindo tendência mundial. O pano de fundo destas mudanças, conforme Andrade e Rossetti (2007, p.399), foi a redução das distâncias ideológicas que haviam se estabelecido nas décadas anteriores entre as facções dominantes da estrutura político-partidária. Os mesmos autores dispõem que “O processo de mudanças na estratégia da economia não ocorreu passivamente. Opunham-se a ele as correntes remanescentes do nacionalismo e do corporativismo do Estado-empresário”.

Neste sentido, os grandes movimentos estratégicos que então se desencadearam foram em síntese os seguintes: inserção global; integração nacional; abertura econômica (quebra de barreira de entrada e fim de reservas de mercado); privatizações; novos marcos regulatórios (liberalização, com desmonte de “cartórios” e criação de agências nacionais); desmonopolização (competição estendida a todos os mercados).

2.6 O MERCADO DE CAPITAIS: NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA

A criação, em 2000, do Novo Mercado e dos Níveis diferenciados de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo inseriu-se entre as iniciativas por melhores padrões de governança das empresas no Brasil.

Segundo Andrade e Rossetti (2007), o modelo adotado no Brasil desde o início dos anos 70 para as sociedades por ações e para o mercado acionário alinhou-se às concepções então dominantes de conceder forte proteção às empresas e a seus controladores e de atrelar o seu desenvolvimento à criação de incentivos oficiais.

As leis da década de 70 que disciplinaram o mercado de capitais e definiram os princípios de funcionamento das sociedades não tiveram por objetivo definir as condições sólidas para a governança e, por esta via criar um mercado de ações alavancador do desenvolvimento empresarial e estimulador de melhores práticas de gestão. As questões centrais eram atender à necessidade de financiamento das empresas via emissão de ações; criar um mercado comprador de ações; manter o órgão regulador do mercado sob o controle

do estado. Para atender a estes propósitos foram tomadas algumas iniciativas oficiais como a elevação do limite de emissões de ações sem direito a voto; instituição do Fundo 157, constituído por ações incentivadas cuja aquisição era abatível do imposto de renda dos adquirentes; limitação da autonomia da Comissão de Valores Mobiliários .

Destaca-se que, apesar das mudanças, as resistências políticas à remoção do regime de duas classes de ações foram muito fortes. Segundo Carvalho *apud* Andrade e Rossetti (2007, p.438):

Reformas da legislação referentes à governança de empresas de capital aberto geralmente enfrentam barreiras políticas. Obviamente, a principal fonte de oposição é formada pelos grupos que controlam estas empresas, pois o aumento da proteção aos minoritários equivale à redução do valor do controle. A grande dificuldade em viabilizar uma reforma plena reside no elevado poder político dos grupos controladores.

No entanto, a importância da governança corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais e do país tem levado a recomendações e a mecanismos de adesão voluntária como alternativas compensatórias.

Cabe ressaltar que a adesão ao Novo Mercado criado pela Bolsa de Valores de São Paulo é voluntária. No entanto, dadas as condições estruturais em que opera o sistema corporativo no Brasil, as regras estabelecidas para a adesão a este mercado são restritivas, entre elas a da existência de apenas uma classe de ações, as ordinárias, com direito a voto. Tentando superar as inadequações da lei, foram estabelecidos níveis diferenciados de governança corporativa:

- a) o mercado tradicional com regras de listagem definidas em lei e regulamentadas pela CVM;
- b) o mercado diferenciado, para listagem de empresas Nível 1 de governança corporativa;
- c) o mercado diferenciado para listagem de empresas Nível 2 de governança corporativa;
- d) o Novo Mercado.

Os mercados para listagem de empresas diferenciadas segundo os níveis de governança corporativa foram implantados em dezembro de 2000. Em fevereiro de 2006, foram introduzido as alterações nos regulamentos para a listagem com três objetivos:

- a) adequar as normas à evolução das próprias companhias;
- b) atender às crescentes exigências dos investidores;
- c) uniformizar as definições do mercado com as dos órgãos reguladores.

Os segmentos especiais de listagem tiveram como objetivo proporcionar um ambiente de negociação que estimule, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Os níveis 1 e 2 são para empresas já negociadas no mercado tradicional que aderiram às condições exigidas para a diferenciação. O Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir o capital.

A adesão às práticas diferenciadas de governança corporativa é voluntária e implica a assinatura de contrato de adesão envolvendo os controladores, os administradores (Conselhos de Administração e Diretoria Executiva). Mesmo que, por hipótese, uma companhia já atenda, reconhecidamente, às práticas exigidas, a bolsa não classifica sem a adesão contratual.

2.7 A BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA): HISTÓRICO E FUNÇÕES

Com o surgimento de estabelecimentos financeiros para intermediação dos negócios com ações, a reforma bancária e do mercado de capitais, bolsas de valores foram consolidando-se pelo mundo. Historicamente as bolsas ganharam um caráter regulatório, tendo compromisso com a minimização dos riscos de mercado e as boas práticas de governança corporativa, promovendo a separação de controle e propriedade.

Desde o século XVI há empresas semelhantes às sociedades anônimas, no entanto, a primeira vez que a expressão, disciplinada pelo Código Comercial, foi usada, foi na França, em 1807. No Brasil, somente no final do século XIX foram consolidadas as disposições sobre estas sociedades.

Em 1890, um grupo de agentes liderado por Emílio Rangel Pestana inaugura a Bolsa Livre, que seria a semente da Bolsa de Valores de São Paulo. A Bolsa Livre é fechada em 1891, em decorrência da política do encilhamento. Segundo Vitor Amorim de Ângelo¹ (2009), “os últimos anos do Império e os primeiros da República representaram um período extremamente profícuo em debates a respeito da importância da industrialização para o Brasil.

Em alguns casos, a bandeira republicana esteve associada à proposta modernizante pela via da indústria, e não mais da agricultura - caminho tradicional até então. Foi neste contexto que se inseriu a política do encilhamento, descrita a seguir.

Sem abandonar o setor primário, do qual a economia brasileira e o próprio governo eram absolutamente dependentes, o programa dividiu o país em três grandes regiões bancárias autorizadas a emitir dinheiro, cuja garantia (lastro) eram títulos da dívida pública. Pressionado, o governo terminou credenciando outros bancos a emitirem papel-moeda, criando um volume de dinheiro circulante muito além do que o país necessitava.

O efeito imediato desta medida foi a desvalorização do mil réis, a moeda da época, seguida por um surto inflacionário, provocado pela injeção excessiva de dinheiro na economia. A desvalorização da moeda brasileira, por sua vez, levou ao fechamento de muitas empresas e à falência de tantos outros investidores.

A facilidade de créditos sem a devida fiscalização permitiu que os recursos fossem investidos em outro fim que não aquele para o qual haviam sido aprovados. No mercado de ações, a intensa especulação marcou o período do encilhamento. Muitas empresas-fantasma, que após obterem créditos fechavam suas portas, continuaram negociando suas ações na bolsa de valores - em alguns casos, até mesmo a preço crescente.

Ao mesmo tempo, o fracasso desta política econômica ensejou o fortalecimento dos setores ligados ao setor primário e às posições defendidas pelos grandes fazendeiros, descontentes com o apoio a outro setor que não o primário.

Em 1895 é fundada a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo, dando continuidade à evolução do mercado de capitais brasileiro. (BOVESPA, 2008) De acordo com Andrade e Rossetti (2007), a crença fortemente enraizada no automatismo das forças do mercado, o incentivo do lucro e a euforia contagiante com o crescimento da riqueza, atingiram seu apogeu no final dos anos 20, período em que os Estados Unidos já estava consolidado como potência econômica mundial. Lá as sociedades anônimas se multiplicaram, o número de acionistas se aproximava de 20 milhões e cada vez mais havia investidores passivos que estavam enriquecendo-se sem esforço.

No Brasil, em 1934, a Bolsa se desenvolve e se instala no Palácio do Café, localizado no Pátio do Colégio. No ano seguinte, ganha o nome de Bolsa Oficial de Valores de São Paulo. Em 1967, passa a se chamar Bolsa de Valores de São Paulo. (BOVESPA, 2008)

¹ Vitor Amorim de Angelo é historiador, mestre e doutorando em Ciências Sociais pela Universidade Federal de São Carlos.

Na década de 1970, os boletos que eram utilizados para realizar as negociações são substituídos por cartões perfurados e os negócios passam ser registrados de forma eletrônica. Em 1990, são iniciadas as negociações através do Sistema de Negociação Eletrônica - CATS: *Computer Assisted Trading System*, que operava simultaneamente com o sistema tradicional de Pregão Viva Voz. (BOVESPA, 2008)

Em 1997, é implantado um novo sistema de negociação eletrônica em substituição ao CATS, o Mega Bolsa. Além de utilizar uma plataforma tecnológica altamente avançada, o Mega Bolsa amplia o volume de processamento de informações. (BOVESPA, 2008)

No fim da década de 1990, é lançada a plataforma *Home Broker*, que permite que o investidor, por meio do site das Corretoras, transmita sua ordem de compra ou de venda diretamente ao Sistema de Negociação da Bolsa; e o *After-Market*, outra inovação da BOVESPA, pioneira em termos mundiais, oferece a sessão noturna de negociação eletrônica. Ambos os meios facilitam a participação do pequeno e médio investidor no mercado. (BOVESPA, 2008)

Hoje, as negociações realizadas na BOVESPA são feitas exclusivamente por meio de seu sistema eletrônico, o que proporciona maior agilidade e segurança nas transações. A Bolsa é dotada de uma base tecnológica comparável à dos mercados mais desenvolvidos do mundo e o Brasil, por sua vez, é hoje um centro de excelência em infra-estrutura do mercado financeiro e de capitais, tornando-se referência mundial. (BOVESPA, 2008)

2.8 O INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC)

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa nasceu sob a denominação de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). Foi criado em 1995, passando a constituir-se num importante marco do desenvolvimento e da difusão de boas práticas de governança corporativa.

O principal objetivo era reunir e promover a formação de profissionais qualificados para atuação, como *outsiders* (administradores independentes), em conselhos de alta performance, que de fato contribuíssem para o desenvolvimento dos negócios e da gestão das companhias abertas.

Em 1999, o IBCA ampliou seus objetivos e mudou sua denominação para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Nesse ano lançou o primeiro código de melhores práticas de governança produzido no país e anunciou suas novas diretrizes institucionais.

Em 2001 o primeiro código foi amplamente revisado, com ampliação dos temas abordados, e uma terceira versão do código do IBGC foi editada em 2004.

O Quadro 2 propicia uma síntese dos objetivos e princípios básicos da governança corporativa definidos pelo IBGC, assim como das melhores práticas.

TRANSPARÊNCIA	* Mais que "a obrigação de informar", devem cultivar "o desejo de informar".
	* Resultado esperado de transparência: clima de confiança, tanto interno, quanto nas relações com terceiros.
	* Não restrita ao desempenho econômico financeiro: vai além, contemplando outros fatores - inclusive intangíveis - que norteiam a ação empresarial e criam valor.
EQUIDADE	* Tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários: acionistas e outras partes interessadas.
	* Ausência de atitudes ou políticas discriminatórias.
PRESTAÇÃO DE CONTAS	* Os agentes da governança devem responder integralmente pelos atos praticados no exercício de seus mandatos.
	* Os agentes da governança devem prestar contas a quem os elegeu.
RESPONSABILIDADE CORPORATIVA	* Zelo pela perenidade da organização.
	* Visão de longo prazo, com foco em princípios de sustentabilidade.
	* Envolvimento em questões sociais e ambientais.
	* Consideram-se funções sociais das companhias:
	* Criação de riquezas e de oportunidades de emprego.
	* Qualificação e diversidade da força de trabalho.
	* Desenvolvimento científico e tecnológico (C&T e P&D).
	* Contribuições para melhor qualidade de vida.
PROPRIEDADE	* Adoção do conceito "uma ação, um voto".
	* Acessibilidade de todos os acionistas aos acordos entre sócios.
	* Assembléia geral como órgão soberano.
	* Transferências de controle a preços transparentes e estendidos a todos os acionistas (tag along).
	* Solução de conflitos preferencialmente por meio de arbitragem.
	* Manutenção de alta dispersão (free float) das ações em circulação.
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	* Recomendável para todas as companhias.
	* Normatização por regime interno, com clara definição de funções.
	* Dois presidentes: Chairman e CEO não acumulam funções.

	* Criação de comitês especializados, com destaque para o de auditoria.
	* Número de membros entre 5 e 9, em sua maioria independentes, com experiência e perfis complementares.
	* Clara definição das qualificações dos conselheiros: base para avaliações individuais, com periodicidade anual.
	* Processos formalmente estabelecidos.
GESTÃO	* Escolha e avaliação formal dos gestores pelo conselho de administração.
	* O CEO é o responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo conselho de administração.
	* Demais diretores executivos: CEO indica, conselho de administração aprova.
	* Relacionamento transparente com todos os stakeholders.
	* Transparência, clareza e objetividade na prestação de contas.
	* Responsabilidade pela geração do relatório anual.
AUDITORIA INDEPENDENTE	* Responsabilidade pelo desenvolvimento do código de conduta corporativo.
	* Existência obrigatória.
	* Independência em relação à companhia.
	* Função essencial: verificar se demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da companhia.
CONSELHO FISCAL	* Plano de trabalho fixado pelo conselho de administração.
	* Órgão não obrigatório, eleito pelos acionistas.
	* Composição: conhecimento do campo de atuação da companhia e diversidade de experiências profissionais, pertinentes às funções deste conselho.
	* Agenda complementar de cooperação com as auditorias interna e independente e atuação sob regimento interno.

Quadro 2: Uma síntese das melhores práticas de governança corporativa do Novo Mercado.

Fonte: Adaptado de Andrade e Rossetti, 2007 pg. 456 e 457.

Como percebe-se no quadro 2, as exigências do Novo Mercado apresentam uma série de avanços na relação gestão x propriedade.

2.9 O CONTEXTO INTERNO E EXTERNO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

O contexto interno e externo das companhias brasileiras depende muito dos valores, da cultura, das condições estabelecidas e das forças observadas no ambiente interno e externo que influenciam o modelo de governança corporativa efetivamente adotado no Brasil.

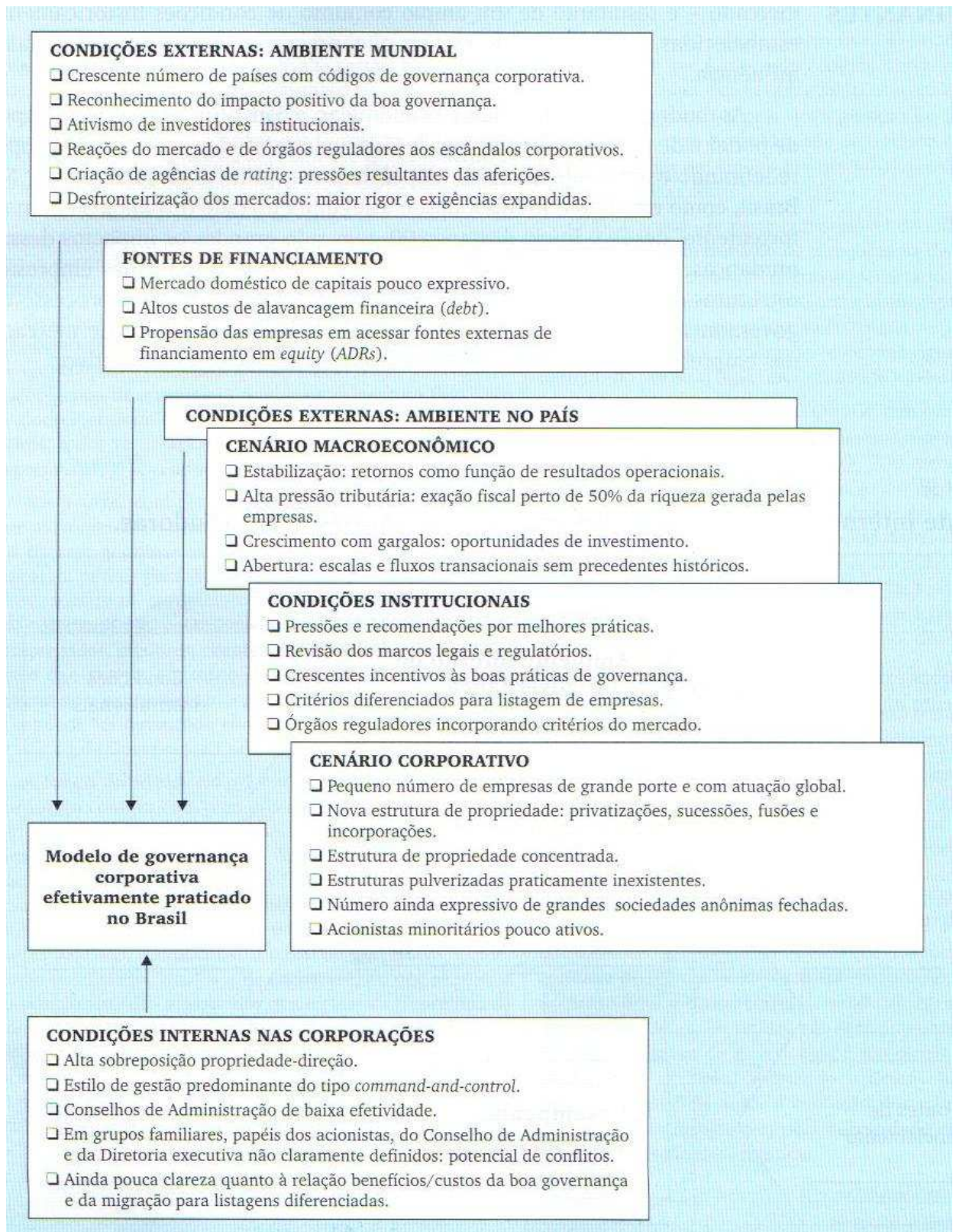


Figura 3: Condições determinantes do modelo brasileiro de governança corporativa efetivamente praticado.

Fonte: Extraído de Andrade e Rossetti, 2007 p. 460.

A **Figura 3**, que representa o quadro apresentado por Andrade e Rossetti (2007), destaca as condições predominantes do modelo de governança corporativa efetivamente aplicado no Brasil facilitando a compreensão acerca dos aspectos internos e externos condicionantes do modelo de governança corporativa.

No modelo de governança corporativa, cabe destacar os Conselhos de Administração das empresas brasileiras dada a importância desses colegiados no processo de governança. Conforme pesquisas recentes, os conselhos têm revelado importantes mudanças nas suas responsabilidades e atividades. O envolvimento desses colegiados em questões mais delicadas, como seleção, avaliação e o planejamento sucessório da diretoria executiva tem sido estratégico para o desenvolvimento da governança.

Os impactos da reorientação estratégica proporcionada pela regulação do IBGC e pelos Conselhos de Administração foram profundos. No Brasil, os investidores institucionais nacionais e estrangeiros têm exercido pressões por melhores práticas de governança. Eles se colocam na interface das forças externas e internas. Pela sua participação têm assento nos Conselhos de Administração e participação ativa nas assembleias gerais. Com o objetivo de rentabilizar as carteiras de renda variável eles têm editado códigos de melhores práticas incorporando princípios que se universalizaram.

3 ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE A ADESÃO AO NOVO MERCADO E O VALOR DAS AÇÕES DAS EMPRESAS NO MERCADO NACIONAL : O FOCO DA PESQUISA

Entender como as empresas brasileiras vêm evoluindo na adesão às chamadas melhores práticas de governança é um item fundamental para o aprimoramento do mercado de capitais brasileiro.

Para tanto, buscou-se pesquisar quantas e quais eram as empresas que estavam inscritas na BOVESPA. Delimitou-se como data limite o final do quarto trimestre de 2009 (31/12/2009). O resultado foi que 561 empresas estavam inscritas na Bolsa (Anexo A). O passo seguinte foi verificar, quais dessas empresas estavam negociando ações no NM em 31/12/2009, o que resultou em 105 empresas (Anexo B).

Tendo em vista que o objetivo é verificar quais empresas tinham aderido ao NM até 2009 o universo pesquisado ficou em 8 empresas.

As 8 empresas são de segmentos diversos o que proporcionou contextos heterogêneos. Trata-se de empresas de porte variado cuja composição de capital envolve parcerias nacionais e estrangeiras. Por meio da pesquisa sobre o histórico pode-se perceber, por exemplo, que a criação da empresa LIGHT é de 1899 e a OGX é de 2007. A pesquisa focalizou aspectos históricos, a forma como a empresa aderiu ao NM e a análise do indicador.

A seguir, apresentam-se as 8 empresas pesquisadas.

3.1 CPFL ENERGIA S.A.

3.1.1 Histórico da Empresa CPFL Energia

A CPFL Energia é uma *holding* que atua no setor elétrico brasileiro através de subsidiárias dedicadas aos segmentos de distribuição, geração e comercialização de energia elétrica, nos mercados livre e regulado. (CPFL, 2010)

O Grupo CPFL Energia iniciou com a fusão de quatro pequenas empresas de energia que atuavam no interior paulista em 1912. A empresa passou por 15 anos sob controle privado

nacional e, em 1927, a companhia foi adquirida pela American & Foreign Power (Amforp) – empresa do grupo norte-americano Electric Bond & Share Corporation (Ebasco), ligado à General Electric, permanecendo sob seu controle até 1964, quando passou ao controle da Eletrobrás, do Governo Federal. (CPFL, 2010)

Em 1975, o controle acionário da CPFL Paulista foi transferido para a Companhia Energética de São Paulo (Cesp), do governo do Estado de São Paulo. (CPFL, 2010)

Em 1997, a CPFL passou por um processo de privatização em que configurou-se o atual grupo controlador: VBC Energia (Grupo Votorantim, Bradesco e Camargo Corrêa), Fundo de Pensão dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ) e Bonaire Participações (Funcesp, Sistel, Petros e Sabesprev). (CPFL, 2010)

Em agosto de 2002, num processo de reestruturação, ela se transformou em uma *holding* de controle como forma de melhor gerir e promover sinergia entre as empresas do grupo. Em setembro de 2004, a CPFL Energia realizou Oferta Pública Inicial (IPO) na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e na Bolsa de Nova Iorque (Nyse), representando uma evolução em sua estrutura societária através do incremento das ações em circulação no mercado, que evoluiu de 3,42%, participação detida exclusivamente pelo Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES), em 2003, para 15,65% (5,09% BNDES e 10,56% não controladores), no encerramento de 2004. (CPFL, 2010)

Com o intuito de simplificar a estrutura societária e concentrar a liquidez nas ações da *holding* de controle, a CPFL Energia realizou, em 2005, a conversão da CPFL Geração em subsidiária integral da CPFL Energia e realizou a incorporação das ações das controladas CPFL Paulista e da CPFL Piratininga. (CPFL, 2010)

A partir de então, a companhia anunciou ao mercado as seguintes aquisições:

- a) 32,69% remanescentes da RGE em maio de 2006. A RGE é uma distribuidora de energia elétrica que opera no norte do estado do Rio Grande do Sul;
- b) 11% de participação em Foz do Chapecó, aumentando sua participação no consórcio da usina para 51%. Este empreendimento teve suas obras iniciadas em final de 2006 e tem operação comercial prevista para 2010;
- c) Companhia Luz e Força Santa Cruz, em outubro de 2006. Esta distribuidora de energia elétrica atua nos estados de São Paulo e Paraná;
- d) holding CMS Energy Brasil (atualmente denominada CPFL Jaguariúna) em abril de 2007. Esta empresa atua nos estados de São Paulo e Minas Gerais, e adiciona ao

grupo 4 distribuidores, 9 PCHs e mais 6,96% na energia gerada pela UHE Luis Eduardo Magalhães, antiga usina hidrelétrica Lageado.

Em 2008, a CPFL Energia constituiu a CPFL Bioenergia, empresa especializada em negócios a partir da biomassa, promovendo e incentivando a geração de energia limpa. Como resultado foi contemplada com o Prêmio *IFCs Annual Client Leadership Award 2008*, da *International Finance Corporation* (IFC), do Banco Mundial, pela Inovação, Compromisso Social e Excelência Operacional em sua gestão. Foi a primeira vez que uma empresa brasileira foi agraciada com este prêmio. (CPFL, 2010)

De acordo com a pesquisa, no segmento de comercialização a CPFL Energia atua em todo o Brasil por meio da controlada CPFL Comercialização Brasil, totalizando uma carteira de 78 clientes no primeiro semestre de 2008, e no segmento de distribuição, fornece energia para 568 municípios em uma área de atuação de 208.300 km², que abrange municípios dos Estados de São Paulo, Rio Grande do Sul, Paraná e Minas Gerais, por meio das seguintes empresas:

- a) CPFL Paulista;
- b) CPFL Piratininga;
- c) RGE;
- d) CPFL Santa Cruz;
- e) CPFL Jaguari;
- f) CPFL Leste Paulista;
- g) CPFL Sul Paulista;
- h) CPFL Mococa.

Por intermédio da CPFL Geração, a CPFL Energia atua com oito Usinas Hidrelétricas (UHEs), das quais seis estão em operação e duas em construção, 33 Pequenas Centrais Hidrelétricas (PCHs) e uma Usina Termelétrica (UTE) que, juntas, representam uma Potência Instalada de 1.672 MW, 831 MW médios de Energia Assegurada e 2% de *market share*. (CPFL, 2010)

Portanto, trata-se de uma empresa sólida cujo histórico desde sua criação remete a um crescimento da área de atuação de forma substancial.

3.1.2 A adesão ao Novo Mercado

A pesquisa realizada no site da companhia indica que a CPFL buscou adotar práticas diferenciadas de governança corporativa, baseadas nos princípios de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, alinhadas com as melhores práticas existentes no Brasil e no exterior. Por estas ações, a CPFL Energia foi classificada como AA pela *Austin Rating* por sua governança corporativa, em razão de políticas e práticas que vão além das exigidas pela legislação.

As ações da companhia são listadas nos segmentos de mercado de mais altos níveis de governança - o Novo Mercado da BOVESPA e American Depositary Receipt (ADR) Nível III da Bolsa de Nova Iorque – NYSE.

Segundo seu site, a CPFL Energia integra o grupo de 14 empresas latino-americanas reconhecidas por adotar práticas diferenciadas de governança corporativa – o *Companies Circle*, constituído por iniciativa da *Organization for Economic Cooperation and Development* – OECD e do *International Finance Corporation* – IFC, com a finalidade de promover e incentivar o aprimoramento das melhores práticas de governança corporativa na América Latina (CPFL, 2010).

Atualmente, integra os seguintes indicadores:

- a) Ibovespa - Índice Bovespa;
- b) IBX100 - Índice Brasil das 100 ações de maior liquidez;
- c) ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial;
- d) ITAG - Índice de Ações com Tag Along Diferenciado;
- e) IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada;
- f) IEE - Índice de Energia Elétrica;
- g) MSCI - Morgan Stanley Capital International.

Além disso, seu site também afirma que é signatária dos Princípios do Pacto Global, da Organização das Nações Unidas (ONU); dos Objetivos do Desenvolvimento do Milênio, da ONU; do Pacto Empresarial pela Integridade e Contra a Corrupção, da ONU, do Instituto Ethos e da Organization for Economic Cooperation and Development (OCDE); do Compromisso com os Direitos da Criança e do Adolescente, da Fundação Abrinq; e do Caring for Climate, da ONU. Um dos fortes indícios da utilização de práticas de governança

corporativa é que a CPFL Energia possui conselhos instituídos conforme as diretrizes do Novo Mercado (CPFL, 2010).

Dados recentes relatam que desde o ano de 2000 a empresa aderiu ao Novo Mercado, no entanto, fez sua primeira IPO (Oferta Pública de Ações) em 2004.

Levando-se em conta sua solidez e adequação ao NM, por que a empresa realizou somente em 2004 a oferta pública de ações?

Para responder à questão foi realizada análise com base nos dados históricos de 2004 a 2009, constantes na Tabela 2. A intenção foi verificar se os movimentos do preço da ação e do indicador estão necessariamente vinculados às práticas de governança corporativa.

Mês	Ano	Total de ações (unid)	Nº de ações ON (unid)	Capital Social (mil reais)	Valor Patrimonial	Preço Mercado	Valor patrimonial (ações ON - reais)	Valor de mercado (ações ON - reais)	Indicador
set	2004	411.869.796	411.869.796	3.397.387	R\$ 8,25	R\$ 15,27	3.397.387.000	6.289.251.785	1,8512
dez	2004	451.628.769	451.628.769	4.082.036	R\$ 9,04	R\$ 15,54	4.082.036.000	7.018.311.070	1,7193
mar	2005	451.628.769	451.628.769	4.082.036	R\$ 9,04	R\$ 16,32	4.082.036.000	7.370.581.510	1,8056
jun	2005	456.734.666	456.734.666	4.192.921	R\$ 9,18	R\$ 16,54	4.192.921.000	7.554.391.376	1,8017
set	2005	460.894.313	460.894.313	4.266.589	R\$ 9,26	R\$ 22,02	4.266.589.000	10.148.892.772	2,3787
dez	2005	479.756.730	479.756.730	4.734.782	R\$ 9,87	R\$ 25,64	4.734.782.000	12.300.962.557	2,5980
mar	2006	479.756.730	479.756.730	4.734.790	R\$ 9,87	R\$ 29,03	4.734.790.000	13.927.337.872	2,9415
jun	2006	479.756.730	479.756.730	4.734.790	R\$ 9,87	R\$ 25,03	4.734.790.000	12.008.310.952	2,5362
set	2006	479.756.730	479.756.730	4.734.790	R\$ 9,87	R\$ 28,16	4.734.790.000	13.509.949.517	2,8533
dez	2006	479.756.730	479.756.730	4.734.790	R\$ 9,87	R\$ 29,50	4.734.790.000	14.152.823.535	2,9891
mar	2007	479.756.730	479.756.730	4.734.790	R\$ 9,87	R\$ 29,05	4.734.790.000	13.936.933.007	2,9435
jun	2007	479.756.730	479.756.730	4.734.790	R\$ 9,87	R\$ 38,76	4.734.790.000	18.595.370.855	3,9274
set	2007	479.756.730	479.756.730	4.734.790	R\$ 9,87	R\$ 35,55	4.734.790.000	17.055.351.752	3,6021
dez	2007	479.910.938	479.910.938	4.741.175	R\$ 9,88	R\$ 33,67	4.741.175.000	16.158.601.282	3,4081
mar	2008	479.910.938	479.910.938	4.741.175	R\$ 9,88	R\$ 35,31	4.741.175.000	16.945.655.221	3,5741
jun	2008	479.910.938	479.910.938	4.741.175	R\$ 9,88	R\$ 36,30	4.741.175.000	17.420.767.049	3,6744

set	2008	479.910.938	479.910.938	4.741.175	R\$ 9,88	R\$ 35,50	4.741.175.000	17.036.838.299	3,5934
dez	2008	479.910.938	479.910.938	4.741.175	R\$ 9,88	R\$ 30,15	4.741.175.000	14.469.314.781	3,0518
mar	2009	479.910.938	479.910.938	4.741.175	R\$ 9,88	R\$ 35,36	4.741.175.000	16.969.650.768	3,5792
jun	2009	479.910.938	479.910.938	4.741.175	R\$ 9,88	R\$ 31,83	4.741.175.000	15.275.565.157	3,2219
set	2009	479.910.938	479.910.938	4.741.175	R\$ 9,88	R\$ 31,94	4.741.175.000	15.328.355.360	3,2330
dez	2009	479.910.938	479.910.938	4.741.175	R\$ 9,88	R\$ 35,30	4.741.175.000	16.940.856.111	3,5731

Tabela 2: Dados da empresa CPFL Energia S.A.

Fonte: ADVFN (www.advfn.com) e BOVESPA - 2009.

3.1.3 Análise do indicador

Com base nos dados apresentados e no Gráfico 1, pode-se observar no terceiro trimestre de 2005 um movimento de alta do indicador de 0,6, que se deve à incorporação, citada no site da empresa, das ações da CPFL Geração, CPFL Paulista e da CPFL Piratininga, que se tornaram subsidiárias integrais da CPFL Energia. (CPFL, 2010)

A alta do indicador observada no segundo trimestre de 2007 justifica-se com o bom momento do mercado de energia elétrica, além da aquisição da CMS Energy Brasil S.A., de propriedade da CSM Eletric & Gas, através da controlada Perácio Participações S.A, conforme fato relevante divulgado ao mercado em abril de 2007 e junho de 2007. A aquisição foi muito bem vista pelo mercado e incrementou o patrimônio da CPFL com algo em torno de R\$ 435 milhões. (CPFL, 2010)

A linha de tendência (linha tracejada) mostrou uma alta constante que se deve, possivelmente, às políticas de governança corporativa praticadas, tendo em vista que a empresa já se encontrava no NM em 2004, o que revela a impossibilidade de relacionar as variações à adesão ao NM. (CPFL, 2010)

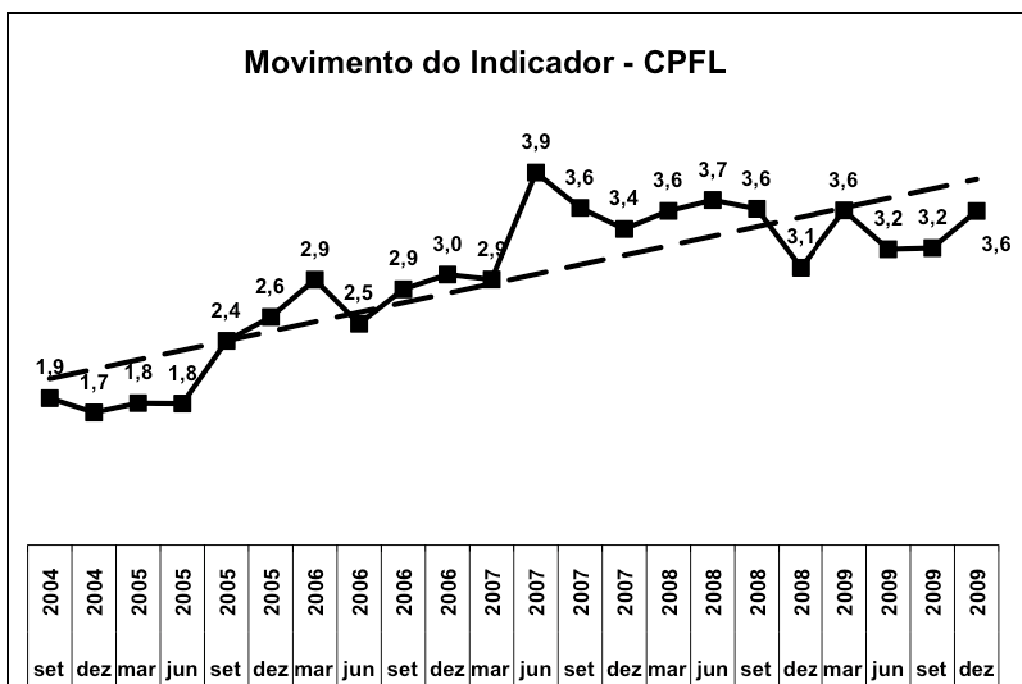


Gráfico 1: Movimento do Indicador – CPFL.

Fonte: Aplicação do indicador com dados da ADVFN e BOVESPA (2009).

Tendo em vista a forma de organização da empresa, levando em conta as práticas de governança corporativa, pode-se afirmar que a CPFL Energia negociou ações somente após a adesão ao NM.

Este aspecto revela-se de fundamental importância, tendo em vista que a empresa consolidou as práticas de transparência, responsabilidade corporativa, organização societária, profissionalização dos conselhos, dentre outras. É evidenciado um bom e estável comportamento do indicador, apontando uma boa liquidez financeira e seu valor de mercado superando, em grande parte do período analisado, três vezes o valor patrimonial.

Portanto, a CPFL Energia é uma empresa que se enquadra nos parâmetros definidos pela pesquisa em relação à “H3”, que trata do grupo de empresas que negociou ações somente após a adesão ao NM.

3.2 CREMER S.A.

3.2.1 Histórico da Empresa Cremer

A Cremer S.A. atualmente é a fabricante líder no setor de têxteis e adesivos para saúde no Brasil. Sua constituição histórica tem início em 1935, quando empresários e médicos de Blumenau/SC juntaram-se ao imigrante alemão Werner Siegfried Cremer que fabricava produtos hospitalares em Porto Alegre/RS. Desta união surgiu a Cremer, que inicialmente produzia produtos como ataduras, gazes e fraldas de pano. Somente em 1970 a Cremer começou a produzir esparadrapos e quatro anos depois iniciou a produção de capas, carretéis plásticos para seus produtos adesivos hospitalares, por meio de sua subsidiária Plásticos Cremer. No início dos anos 1980 lançou a linha de adesivos industriais, passando a produzir fitas adesivas para os segmentos calçadista e automobilístico, e em 1994 inaugurou a atual planta industrial dedicada à fabricação de adesivos. (CREMER, 2010)

Entretanto, de acordo com o seu site (Cremer, 2010), a empresa passou por dificuldades financeiras e em meados de 1997 a Cremer passou por um processo de reestruturação operacional para sanar os problemas financeiros. Como parte deste processo a Cremer vendeu suas atividades de produção de fraldas descartáveis e produtos para bebês para a Mabesa, empresa atuante na produção de fraldas, como forma de levantar recursos para

saldar dívidas e aprimorar a estratégia nos principais produtos que comercializava. No entanto, a empresa dependia dos seus distribuidores.

Em 2000, na busca de renovação decidiu relacionar-se diretamente com os clientes por meio de *call center*, reduzindo significativamente a dependência de seus distribuidores. A operação deu certo e dois anos depois ele passou para um modelo operacional que consiste em diversos centros de distribuição espalhados pelo país, juntamente com fábricas e o *call center* com tecnologia de ponta. (CREMER, 2010)

Em abril de 2004 a Cremer buscou capitalizar a empresa e adequar a estrutura de capital às Normas do Novo Mercado. (CREMER, 2010)

Com os recursos da operação, foram pagos os acionistas minoritários e o balanço da empresa foi saneado. Uma nova diretoria foi estabelecida para fortalecer a gestão e completar sua reestruturação, com o objetivo de transformá-la no maior distribuidor de produtos descartáveis para a saúde no Brasil. (CREMER, 2010)

O controle da Cremer é detido por Merrill Lynch Global Private Equity Fund, (60,83%), Merrill Lynch Ventures 2001 (20,28%), Breckland Management (6,64%), S.Z.S International Ltda. (5,56%), F.I. International (4,76%) e Rasley Corporation Sociedad Anonima (1,93%). (JBONLINE, 2010)

3.2.2 A adesão ao Novo Mercado

Conforme pesquisa no site da Cremer (2010), o setor de produtos descartáveis para a saúde no Brasil é altamente fragmentado. Há aproximadamente 6,4 mil hospitais e 55 mil drogarias e farmácias e aproximadamente 210 mil odontologistas em todo o País, que são atendidos por aproximadamente 1,5 mil distribuidores de produtos descartáveis para a saúde, os quais são, em sua maioria, empresas familiares, de pequeno porte e com atuação regional que adquirem seus produtos de fabricantes de produtos descartáveis para a saúde que, por sua vez, também são pequenos, concentram sua produção em poucas linhas de produtos e dependem fortemente de distribuidores e representantes de vendas para comercializar seus produtos.

Segundo a Cremer, o mercado nacional de produtos descartáveis para a saúde crescerá em função do envelhecimento da população, dos gastos com saúde e da penetração dos planos de saúde. (CREMER, 2010)

Como o maior e um dos únicos distribuidores de produtos descartáveis para a saúde com cobertura nacional e o único fabricante que não depende de terceiros para a distribuição de seus produtos, a companhia acredita estar bem posicionada para se beneficiar do crescimento esperado e se tornar o distribuidor preferencial para clientes e fornecedores. Além disso, a Cremer também acredita que os setores altamente fragmentados de manufatura e de distribuição de produtos descartáveis para a saúde podem vir a se consolidar, sendo que, neste caso, a sua escala e posição competitiva permitirão que ela seja beneficiada por esta tendência setorial. (CREMER, 2010)

Atualmente a Cremer demonstra possuir sólida posição no mercado de produtos têxteis e adesivos para a saúde e seu canal de vendas diretas, suportado por um call center que processa cerca de 1,2 mil pedidos diariamente, a coloca em uma posição única em seu setor. Recentemente, tornou-se o maior distribuidor brasileiro de produtos descartáveis para a saúde, ao incluir, com sucesso, produtos de terceiros no seu canal de vendas e distribuição. (CREMER, 2010)

Após ocorrerem todos os ajustes e adequações e o saneamento da empresa, em virtude do problema financeiro, pelo qual vinha passando, a Cremer abre seu capital na Bovespa em abril de 2007, em conformidade com as normas do Novo Mercado. Com a realização da oferta, 86,96% do capital da empresa ficou nas mãos do mercado, e 13,04% com a própria Cremer. (CREMER, 2010)

Com ajuda dos dados da Tabela 3 será realizada análise para verificar se os movimentos dos preços das ações têm relação direta com as boas práticas de governança corporativa.

Mês	Ano	Total de ações (unid)	Nº de ações ON (unid)	Capital Social (mil reais)	Valor Patrimonial	Preço mercado	Valor patrimonial (ações ON - reais)	Valor de mercado (ações ON - reais)	Indicador
jun	2007	33.678.512	33.678.512	134.626	R\$ 4,00	R\$ 22,80	134.626.000	767.870.074	5,7037
set	2007	33.678.512	33.678.512	134.626	R\$ 4,00	R\$ 21,35	134.626.000	719.036.231	5,3410
dez	2007	33.678.512	33.678.512	134.626	R\$ 4,00	R\$ 16,50	134.626.000	555.695.448	4,1277
mar	2008	33.678.512	33.678.512	134.626	R\$ 4,00	R\$ 13,20	134.626.000	444.556.358	3,3022
jun	2008	33.678.512	33.678.512	134.626	R\$ 4,00	R\$ 15,00	134.626.000	505.177.680	3,7525
set	2008	33.678.512	33.678.512	134.626	R\$ 4,00	R\$ 10,20	134.626.000	343.520.822	2,5517
dez	2008	33.678.512	33.678.512	134.626	R\$ 4,00	R\$ 9,40	134.626.000	316.578.013	2,3515
mar	2009	33.678.512	33.678.512	134.626	R\$ 4,00	R\$ 7,80	134.626.000	262.692.394	1,9513
jun	2009	33.678.512	33.678.512	134.626	R\$ 4,00	R\$ 12,30	134.626.000	414.245.698	3,0770
set	2009	33.678.512	33.678.512	134.626	R\$ 4,00	R\$ 12,88	134.626.000	433.779.235	3,2221
dez	2009	33.678.512	33.678.512	134.626	R\$ 4,00	R\$ 14,75	134.626.000	496.758.052	3,6899

Tabela 3: Dados da empresa Cremer S/A

Fonte: ADVFN (www.advfn.com) e BOVESPA - 2009.

3.2.3 Análise do Indicador

A Cremer foi a primeira empresa do ramo de produtos de saúde a abrir seu capital na Bolsa de Valores. Neste ramo, o mercado de ações brasileiro apresentou certa resistência. Mesmo assim, a empresa conseguiu levantar uma boa quantia de capital para financiar seu crescimento. No ano de lançamento da oferta pública de ações, a Cremer apresentou um valor de mercado mais de cinco vezes superior ao valor patrimonial, demonstrando ótima performance. (CREMER, 2010)

Porém o setor de mercado onde a Cremer atua é fragmentado e há somente duas empresas listadas na BOVESPA (Cremer S.A. e Biommm S.A.), isso dificulta a aceitação e liquidez, pois os investidores não têm histórico nem mesmo outras empresas do mesmo porte e nicho de mercado para uma boa análise.

No Gráfico 2, vê-se que se revelou uma tendência de baixa constante no indicador da Cremer, que é resultado de um mercado ainda não consolidado onde atua. Apesar disso, pode-se afirmar que o valor de mercado da Cremer é em média três vezes seu valor patrimonial.

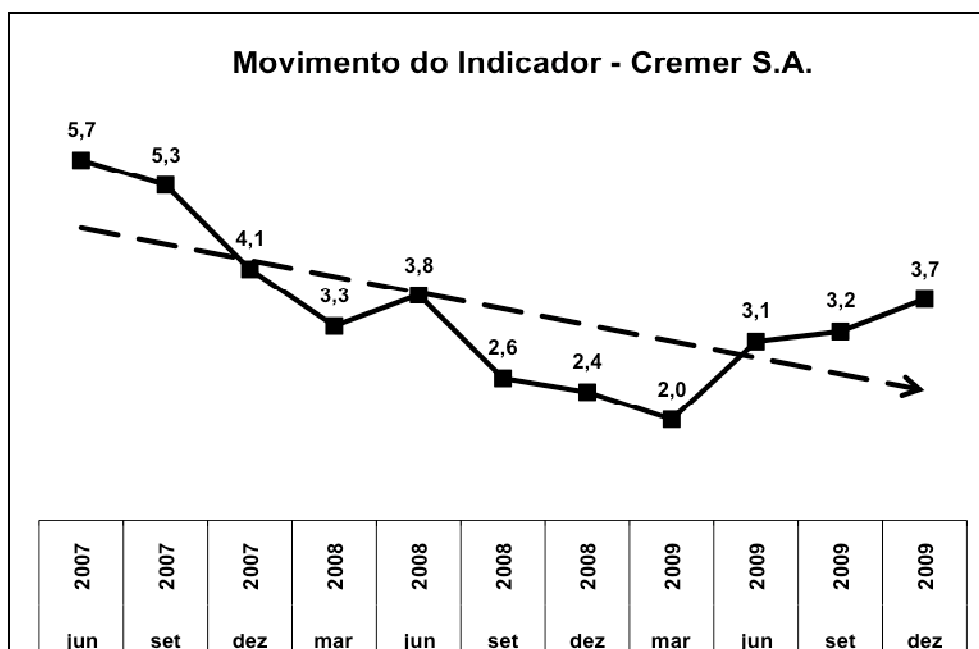


Gráfico 2: Movimento do Indicador – Cremer
Fonte: ADVFN e BOVESPA (2009)

A empresa mantém seu firme posicionamento de mercado e continua a aprimorar suas práticas de governança corporativa, consolidando-se na área de saúde no Brasil.

Conforme apontado anteriormente, as boas práticas de governança corporativa dependem das características da empresa, da natureza do aporte financeiro e dos seus objetivos, dentre outros.

Desta forma, não pode-se relacionar diretamente as práticas de governança corporativa com os movimentos demonstrados pelo seu indicador, pois a adesão às práticas de governança corporativa se deu em momento anterior à oferta pública de ações (H3).

3.3 IDEIASNET S.A.

3.3.1 Histórico da Empresa Ideiasnet

A Ideiasnet iniciou suas operações em abril de 2000, atuando como incubadora de internet, provendo capital semente para empresas e com a abertura de capital no Brasil. Foi a primeira empresa de Venture Capital no Brasil com estrutura de capital permanente. É uma empresa que atua no setor de Tecnologia, Mídia e Telecomunicações (TMT) no Brasil e na América Latina. Tem como objetivo a participação no capital de outras sociedades do setor de Tecnologia, Mídia e Telecomunicações como sócia, acionista, quotista ou consorciada. (IDEIASNET, 2010)

Em junho de 2000 a Ideiasnet tornou-se a primeira empresa de Tecnologia de Informação brasileira a lançar ações no mercado. (IDEIASNET, 2010)

3.3.2 A adesão ao Novo Mercado

Na BOVESPA, a empresa vislumbrava entrar para o mais alto nível de governança corporativa brasileiro: o Novo Mercado. Diante disso, resolveu negociar somente com ações ordinárias (com direito a voto), um dos pré-requisitos do NM.

Conforme site da empresa (Ideiasnet, 2010), nos primeiros quatro anos de atividades a empresa passou de incubadora de internet para uma de investimento em tecnologia. Para tanto, adquiriu e investiu em empresas nas áreas de business-to-business (B2B), business-to-consumer (B2C), infra-estrutura, wireless, desenvolvimento de softwares e Mídia & Entretenimento.

Utilizando-se da experiência adquirida com as empresas investidas e com seu amadurecimento, a Ideiasnet procura agregar valor às empresas investidas, implementando as melhores práticas de governança corporativas.

Participando dos conselhos de administração de suas investidas, a empresa atua na definição de estratégias e metas, no posicionamento de mercado, assim como na identificação, na negociação e estruturação de aquisições e de contratos estratégicos, e na seleção de seus principais executivos.

A partir de 2008 adere às regras do Novo Mercado de governança corporativa.

Mês	Ano	Total de ações (unid)	Nº de ações ON (unid)	Capital Social (reais)	Valor Patrimonial	Preço mercado	Valor patrimonial (ações ON - reais)	Valor de mercado (ações ON - reais)	Indicador
jun	2000	14.387.987	14.387.987	40.638.098	R\$ 2,82	R\$ 12,40	40.638.098	178.411.039	4,3902
set	2000	14.387.987	14.387.987	40.638.098	R\$ 2,82	R\$ 8,50	40.638.098	122.297.890	3,0094
dez	2000	14.387.987	14.387.987	40.638.098	R\$ 2,82	R\$ 2,99	40.638.098	43.020.081	1,0586
mar	2001	14.387.987	14.387.987	40.638.098	R\$ 2,82	R\$ 2,75	40.638.098	39.566.964	0,9736
jun	2001	15.737.987	15.737.987	47.388.098	R\$ 3,01	R\$ 0,70	47.388.098	11.016.591	0,2325
set	2001	18.795.867	18.795.867	49.552.498	R\$ 2,64	R\$ 0,69	49.552.498	12.969.148	0,2617
dez	2001	18.795.867	18.795.867	49.552.498	R\$ 2,64	R\$ 0,90	49.552.498	16.916.280	0,3414
mar	2002	18.795.867	18.795.867	49.552.498	R\$ 2,64	R\$ 0,60	49.552.498	11.277.520	0,2276
jun	2002	22.395.867	22.395.867	51.532.498	R\$ 2,30	R\$ 0,56	51.532.498	12.541.686	0,2434
set	2002	22.395.867	22.395.867	51.532.498	R\$ 2,30	R\$ 0,34	51.532.498	7.614.595	0,1478
dez	2002	22.395.867	22.395.867	51.523.119	R\$ 2,30	R\$ 0,40	51.523.119	8.958.347	0,1739
mar	2003	22.395.867	22.395.867	51.523.119	R\$ 2,30	R\$ 0,32	51.523.119	7.166.677	0,1391
jun	2003	22.395.867	22.395.867	52.177.095	R\$ 2,33	R\$ 0,58	52.177.095	12.989.603	0,2490
set	2003	22.395.867	22.395.867	52.262.491	R\$ 2,33	R\$ 0,80	52.262.491	17.916.694	0,3428
dez	2003	25.395.867	25.395.867	13.069.983	R\$ 0,51	R\$ 0,75	13.069.983	19.046.900	1,4573
mar	2004	25.395.867	25.395.867	13.069.984	R\$ 0,51	R\$ 0,68	13.069.984	17.269.190	1,3213
jun	2004	25.395.867	25.395.867	13.069.984	R\$ 0,51	R\$ 0,55	13.069.984	13.967.727	1,0687

set	2004	32.062.534	32.062.534	16.069.991	R\$ 0,50	R\$ 1,36	16.069.991	43.605.046	2,7134
dez	2004	50.190.560	50.190.560	35.027.970	R\$ 0,70	R\$ 1,62	35.027.970	81.308.707	2,3213
mar	2005	50.190.560	50.190.560	35.027.970	R\$ 0,70	R\$ 2,40	35.027.970	120.457.344	3,4389
jun	2005	55.617.560	55.617.560	44.194.970	R\$ 0,79	R\$ 1,79	44.194.970	99.555.432	2,2526
set	2005	56.034.000	56.034.000	44.316.000	R\$ 0,79	R\$ 1,79	44.316.000	100.300.860	2,2633
dez	2005	75.072.000	75.072.000	63.600.000	R\$ 0,85	R\$ 2,35	63.600.000	176.419.200	2,7739
mar	2006	75.072.000	75.072.000	63.601.000	R\$ 0,85	R\$ 3,11	63.601.000	233.473.920	3,6709
jun	2006	75.072.000	75.072.000	64.066.000	R\$ 0,85	R\$ 2,64	64.066.000	198.190.080	3,0935
set	2006	75.072.000	75.072.000	64.066.000	R\$ 0,85	R\$ 3,09	64.066.000	231.972.480	3,6208
dez	2006	75.462.000	75.462.000	64.132.000	R\$ 0,85	R\$ 2,69	64.132.000	202.992.780	3,1652
mar	2007	75.848.000	75.848.000	64.607.000	R\$ 0,85	R\$ 4,30	64.607.000	326.146.400	5,0482
jun	2007	80.143.000	80.143.000	76.082.000	R\$ 0,95	R\$ 5,43	76.082.000	435.176.490	5,7198
set	2007	81.025.000	81.025.000	78.078.000	R\$ 0,96	R\$ 8,00	78.078.000	648.200.000	8,3020
dez	2007	84.704.000	84.704.000	99.252.000	R\$ 1,17	R\$ 8,85	99.252.000	749.630.400	7,5528
mar*	2008	88.107.000	88.107.000	108.679.000	R\$ 1,23	R\$ 5,52	108.679.000	486.350.640	4,4751
jun	2008	88.540.000	88.540.000	110.362.000	R\$ 1,25	R\$ 6,15	110.362.000	544.521.000	4,9340
set	2008	103.540.000	103.540.000	211.713.000	R\$ 2,04	R\$ 3,99	211.713.000	413.124.600	1,9513
dez	2008	104.252.000	104.252.000	216.322.000	R\$ 2,07	R\$ 2,39	216.322.000	249.162.280	1,1518
mar	2009	104.252.000	104.252.000	216.322.000	R\$ 2,07	R\$ 1,84	216.322.000	191.823.680	0,8868
jun	2009	104.252.000	104.252.000	189.177.000	R\$ 1,81	R\$ 3,25	189.177.000	338.819.000	1,7910
set	2009	104.433.000	104.433.000	189.177.000	R\$ 1,81	R\$ 3,90	189.177.000	407.288.700	2,1530

dez	2009	100.709.000	100.709.000	189.450.000	R\$ 1,88	R\$ 5,35	189.450.000	538.793.150	2,8440
------------	-------------	-------------	-------------	-------------	----------	-----------------	-------------	-------------	---------------

Tabela 4: Dados da empresa Ideiasnet S.A.

Fonte: ADVFN (www.advfn.com) e BOVESPA - 2009.

Notas: (*) Trimestre de adesão ao NM

3.3.3 Análise do Indicador

Conforme a pesquisa, até o 3º trimestre de 2003 o valor de mercado da empresa ficou bem abaixo do seu valor patrimonial, conforme Gráfico 3.

Este período coincide com a estratégia de revisão do posicionamento de mercado, comentada no site da empresa, passando de uma empresa incubadora de internet para investidora em tecnologia. O Gráfico 3 ilustra o movimento linear no período citado.

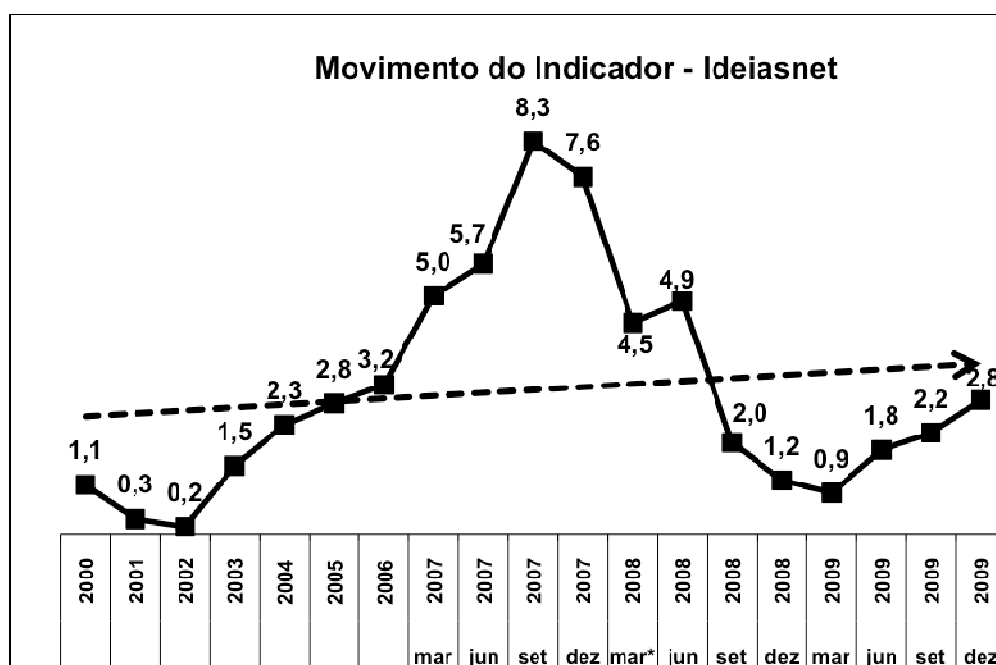


Gráfico 3: Movimento do Indicador – Ideiasnet

Fonte: ADVFN e BOVESPA (2009)

No terceiro trimestre de 2007, observa-se uma onda de alta definida. Pressupõe-se que a alta deve-se a operações de aquisição e participações em outras empresas, dentre elas a Officer, maior distribuidora de produtos de informática do Brasil; Softcorp, maior revendedora de software e hardware do Brasil; iMusica, pioneira na América Latina na distribuição de mídia digital e na venda de download legalizado pela internet e pelo celular.

Além disso, o mercado de tecnologia, mídia e telecomunicações obteve crescimento significativo em 2007 frente ao ano anterior, impulsionado pelo crescimento de 38% nas vendas

de computador, 37% no número de usuários de internet banda larga e de usuários de telefone celular (ABIEE, 2010). Tudo isso contribuiu fortemente para o resultado alcançado pelas empresas investidas pela Ideiasnet. A empresa também redimensionou sua participação nas investidas de acordo com o retorno e o potencial de cada uma delas.

No primeiro trimestre de 2008 a empresa adere ao Novo Mercado com um indicador de 4,5. Entretanto, o mercado em que a empresa está inserida é influenciado pela crise econômica 2008-2009, que leva os investidores a saírem do mercado.

Apesar da crise econômica a empresa demonstra perspectivas e uma tendências de alta no longo prazo. No entanto, a crise econômica 2008-2009 foi um dos principais aspectos de influência nos baixos valores de suas ações no mercado, conforme dados e fatos anunciados, o que mostra que, apesar da tendência de longo prazo ser positiva, a empresa não atuava no NM e ao aderir ao NM não aumentou significativamente o valor das ações no curto prazo (H2).

3.4 GVT S.A.

3.4.1 Histórico da Empresa GVT

A GVT foi fundada a partir da privatização da Telebrás em 1999 e seu objetivo é a gestão de participações societárias em sociedades que explorem serviços de telecomunicações, transmissão de voz e informações, mídia e atividades correlatas ou complementares. A Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel) concedeu à GVT licença para o Distrito Federal, Acre, Goiás, Mato Grosso do Sul, Mato Grosso, Paraná, Rio Grande do Sul, Rondônia, Santa Catarina e Tocantins (GVT, 2010).

Em 2000 ela iniciou a prestação de serviços de telecomunicações em 24 cidades. Em 2001, a companhia passou a operar em outras 30 cidades, cobrindo 54 cidades liberadas pela Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL, 2010).

Em 2002, a GVT lançou no mercado o POP, um provedor de internet gratuito.

Em 2005, a GVT lançou uma série de produtos Voz sobre IP (VoIP), tais como VONO, seu serviço residencial, VOX 3G para seus clientes corporativos, e “PapoPop”, um serviço de chamadas de bate-papo e conferências vinculado ao POP.

Em 2008 e 2009, a GVT ampliou sua atuação para outros estados brasileiros.

3.4.2 A adesão ao Novo Mercado

Desde o lançamento do Novo Mercado na Bovespa, a GVT vinha aprimorando suas práticas de governança corporativa, sendo inserida em diversos índices da Bovespa:

- a) índice de ações das Empresas com Maior Capitalização (MLCX);
- b) índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC);
- c) índice Brasil das 50 ações de maior liquidez (IBX50);
- d) índice de Ações com Tag Along Diferenciado (ITAG);
- e) índice de Setorial de Telecomunicações (ITEL);
- f) carteira hipotética constituída exclusivamente por ações emitidas por empresas de excelente conceito junto ao mercado (IVBX-2).

Em 2006, concluiu a transformação de seu tipo societário de uma sociedade limitada para uma sociedade anônima com a subsequente obtenção do registro de companhia aberta. Nesse mesmo ano, a empresa realizou uma reestruturação e aderiu ao Novo Mercado. Sua Oferta Pública Inicial de Ações (IPO) foi realizada em 2007.

Em janeiro de 2008, as ações da Companhia foram incluídas no IBrX – índice Brasil, que é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro.

Atualmente, a GVT atua em 81 cidades, que representaram 38% do PIB do Brasil em 2005, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Os valores de suas ações e indicador são verificados pela Tabela 5.

Mês	Ano	Total de ações (unid)	Nº de ações ON (unid)	Capital Social (mil reais)	Valor Patrimonial	Preço mercado	Valor patrimonial (ações ON - reais)	Valor de mercado (ações ON - reais)	Indicador
mar	2007	126.777.000	126.777.000	1.366.118	R\$ 10,78	R\$ 23,80	1.366.118.000	3.017.292.600	2,2087
jun	2007	126.777.000	126.777.000	1.366.118	R\$ 10,78	R\$ 33,95	1.366.118.000	4.304.079.150	3,1506
set	2007	126.968.000	126.968.000	1.367.297	R\$ 10,77	R\$ 39,00	1.367.297.000	4.951.752.000	3,6216
dez	2007	127.050.000	127.050.000	1.367.799	R\$ 10,77	R\$ 35,75	1.367.799.000	4.542.037.500	3,3207
mar	2008	128.097.000	128.097.000	1.373.359	R\$ 10,72	R\$ 33,10	1.373.359.000	4.240.010.700	3,0873
jun	2008	128.169.000	128.169.000	1.373.801	R\$ 10,72	R\$ 39,00	1.373.801.000	4.998.591.000	3,6385
set	2008	128.250.000	128.250.000	1.374.460	R\$ 10,72	R\$ 28,79	1.374.460.000	3.692.317.500	2,6864
dez	2008	128.280.000	128.280.000	1.374.699	R\$ 10,72	R\$ 25,37	1.374.699.000	3.254.463.600	2,3674
mar	2009	128.280.000	128.280.000	1.374.699	R\$ 10,72	R\$ 26,47	1.374.699.000	3.395.571.600	2,4700
jun	2009	128.280.000	128.280.000	1.374.699	R\$ 10,72	R\$ 32,50	1.374.699.000	4.169.100.000	3,0327
set	2009	128.280.000	128.280.000	1.374.699	R\$ 10,72	R\$ 40,55	1.374.699.000	5.201.754.000	3,7839
dez	2009	128.280.000	128.280.000	1.374.699	R\$ 10,72	R\$ 55,49	1.374.699.000	7.118.257.200	5,1780

Tabela 5: Dados da empresa GVT S.A.

Fonte: ADVFN (www.advfn.com) e BOVESPA - 2009.

3.4.3 Análise do indicador

A GVT está inserida em um mercado de prestação do serviço essencial de telecomunicações no qual existem intervenções de órgãos da administração pública. Neste cenário, e tendo em vista o mercado de telecomunicações no Brasil apresentar apenas alguns grandes grupos dominando o mercado, é comum que haja estabilidade.

Observa-se no Gráfico 4 que não há uma tendência definida, porém cabe ressaltar que a empresa começou a negociar suas ações somente após sua reestruturação.

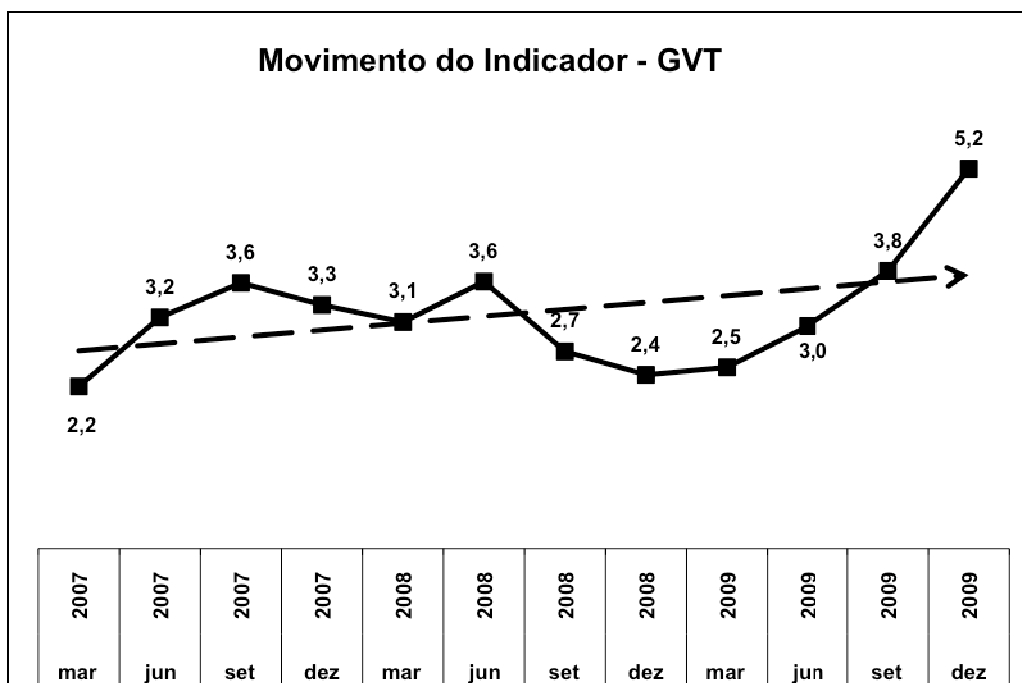


Gráfico 4: Movimento do Indicador – GVT.

Fonte: ADVFN e BOVESPA (2009).

A reestruturação viabilizou a reversão do quadro de prejuízos consecutivos que ocorreram nos anos 2004 a 2006; desde então a empresa registra sucessivos lucros.

Observa-se no Gráfico 5, que o valor patrimonial de suas ações permaneceu também estável, bem como a oscilação do indicador. O Índice setorial de Telecomunicações (ITEL), indicador do setor de telecomunicações, apresentou tendência de alta de longo prazo após reversão da tendência de baixa observada até 2003. No gráfico do ITEL pressupõe-se que a crise econômica 2008-2009 afetou o mercado de telecomunicações, porém o indicador da GVT foi pouco afetado.

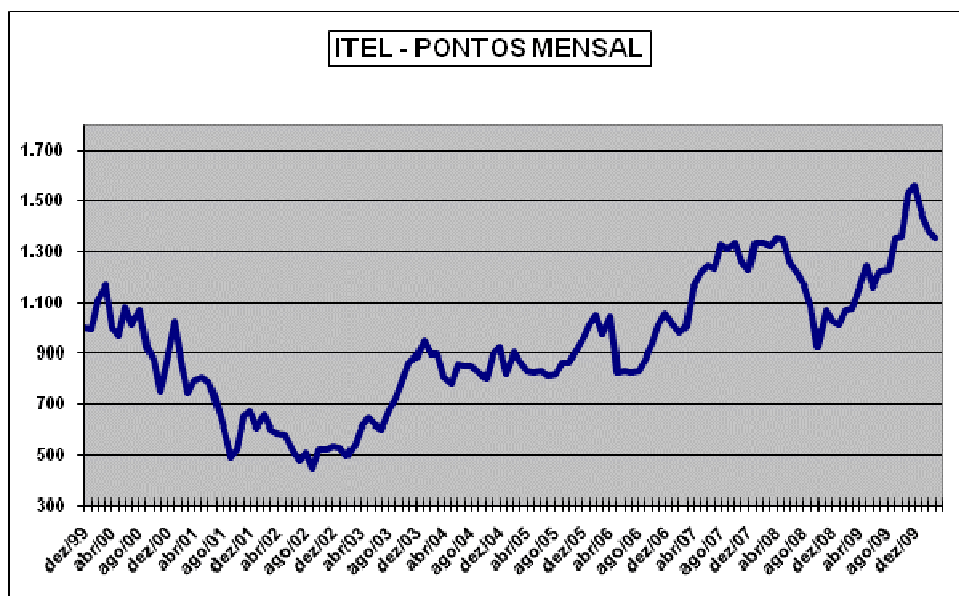


Gráfico 5: Gráfico do índice compostos por empresas de telefonia.

Fonte: site BOVESPA , acesso em 20/04/2010

A GVT negociou ações somente após a adesão ao NM (H3), por isso pressupõe-se que a linha de tendência de longo prazo estável deve-se ao momento positivo por que o mercado onde atua estava passando e ao fato da empresa já estar reestruturada e saneada. Portanto, não se pode vincular a adesão ao NM aos movimentos observados.

3.5 LIGHT S.A.

3.5.1 Histórico da Empresa Light

A Light S.A. tem como atividades principais a exploração dos serviços de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica, bem como outros serviços complementares. (LIGHT, 2010)

Suas atividades iniciaram em julho de 1899, com a Usina Hidrelétrica Parnaíba, no Rio Tietê. Em 1905, a empresa adquiriu o controle acionário da concessionária de iluminação a gás, a empresa belga Société Anonyme du Gaz de Rio de Janeiro, serviço que foi controlado pela Light até 1969, quando foi transferido para o governo estadual e também deu início  

construção da Usina Hidrelétrica de Fontes, situada no município de Piraí, no Estado do Rio de Janeiro. (LIGHT, 2010)

Em julho de 1907, a empresa adquiriu e unificou diversas companhias de bondes urbanos que funcionavam na cidade, controlando o serviço até 1963. (LIGHT, 2010)

Em 1928, criou a empresa de ônibus Viação Excelsior. De 1928 a 1966 atuou em serviços de telefonia (LIGHT, 2010).

Em leilão realizado em maio de 1996, após o período sob administração do governo federal, a Light foi privatizada, seu controle acionário foi transferindo ao consórcio formado por três multinacionais: Electricité de France (EDF), AES Corporation, Reliant Energy e pela Companhia Siderúrgica Nacional. Em Fevereiro de 2002, foi concluído o processo de reestruturação societária, consolidando a EDF como controladora da Light (LIGHT, 2010).

Em 2005 foi finalizado o processo de desverticalização da Light, originando a holding Light S.A., controladora das três operacionais: Light Energia S.A., responsável pela geração/transmissão; Light Serviços de Eletricidade S.A., responsável pela distribuição, e Light Esco Ltda, comercializadora, formando assim o Grupo Light (LIGHT, 2010).

Em agosto de 2006, foi realizada a transferência de ações de emissão da Light e de quotas representativas do capital social da Lidil Comercial, de titularidade da EDF, para a RME- Rio Minas Energia Participações S.A., que se tornou a nova controladora do Grupo Light (LIGHT, 2010).

3.5.2 A adesão ao Novo Mercado

O Programa Nacional de Desestatização do Governo Federal privatizou o setor de distribuição de energia na década de 90, neste setor estava a Light. Com a desestatização iniciou-se o processo de reestruturação societária. (LIGHT, 2010)

Durante 2004 e 2005 a empresa passava por um processo de desverticalização dos serviços, geração de laudos de avaliações e revisões de seu sistema de controle. Pressupõe-se que a empresa se preparava para cumprir os pré-requisitos para negociação no Novo Mercado (LIGHT, 2010).

Em dezembro de 2005 a empresa ainda era de capital fechado, ou seja, não negociava ações na bolsa de valores, porém após a incorporação da empresa Light Serviços de Eletricidade S.A. pela Light S.A. passou a negociar ações na BOVESPA já adequada ao

Novo Mercado, como forma de fortalecer a empresa e captar recursos para sanar a dívida da empresa que era de 1,5 bilhão de reais em 31/12/2005 (LIGHT, 2010).

Mês	Ano	Total de ações (unid)	Nº de ações ON (unid)	Capital Social (mil reais)	Valor Patrimonial	Preço mercado	Valor patrimonial (ações ON - reais)	Valor de mercado (ações ON - reais)	Indicador
mar*	2006	133.902.333.152	133.902.333.152	1.704.564	R\$ 0,013	R\$ 0,014	1.704.564.000	1.843.835.128	1,0817
jun	2006	133.906.292.282	133.906.292.282	1.704.564	R\$ 0,013	R\$ 0,014	1.704.564.000	1.914.859.980	1,1234
set	2006	133.906.292.282	133.906.292.282	1.704.610	R\$ 0,013	R\$ 0,016	1.704.610.000	2.139.822.551	1,2553
dez	2006	133.906.292.282	133.906.292.282	1.704.618	R\$ 0,013	R\$ 0,023	1.704.618.000	3.133.407.239	1,8382
mar	2007	133.913.456.422	133.913.456.422	1.416.369	R\$ 0,011	R\$ 0,025	1.416.369.000	3.280.879.682	2,3164
jun	2007	196.252.220.632	196.252.220.632	2.136.903	R\$ 0,011	R\$ 0,031	2.136.903.000	6.044.568.395	2,8287
set	2007	196.390.790.182	196.390.790.182	2.138.507	R\$ 0,011	R\$ 0,031	2.138.507.000	6.029.197.259	2,8193
dez	2007	203.462.739	203.462.739	2.220.355	R\$ 10,91	R\$ 28,65	2.220.355.000	5.829.207.472	2,6253
mar	2008	203.462.739	203.462.739	2.220.355	R\$ 10,91	R\$ 22,19	2.220.355.000	4.514.838.178	2,0334
jun	2008	203.462.739	203.462.739	2.220.355	R\$ 10,91	R\$ 23,00	2.220.355.000	4.679.642.997	2,1076
set	2008	203.462.739	203.462.739	2.220.355	R\$ 10,91	R\$ 23,69	2.220.355.000	4.820.032.287	2,1708
dez	2008	203.933.778	203.933.778	2.225.819	R\$ 10,91	R\$ 21,86	2.225.819.000	4.457.992.387	2,0029
mar	2009	203.933.778	203.933.778	2.225.819	R\$ 10,91	R\$ 21,94	2.225.819.000	4.474.307.089	2,0102
jun	2009	203.934.060	203.934.060	2.225.822	R\$ 10,91	R\$ 25,57	2.225.822.000	5.214.593.914	2,3428
set	2009	203.934.060	203.934.060	2.225.822	R\$ 10,91	R\$ 22,76	2.225.822.000	4.641.539.206	2,0853
dez	2009	203.934.060	203.934.060	2.225.822	R\$ 10,91	R\$ 22,99	2.225.822.000	4.688.444.039	2,1064

Tabela 6: Dados da empresa Light.

Fonte: ADVFN (www.advfn.com) e BOVESPA - 2009.

3.5.3 Análise do indicador

Conforme observado na Tabela 6, o valor do indicador em nenhum período foi inferior a 1; isso demonstra que seu valor de mercado não foi inferior ao seu valor patrimonial no período analisado.

Cabe esclarecer que os valores de mercado informados na tabela no período de março de 2006 a setembro de 2007 são unitários, porém nesse período foram negociados lotes de 1.000 ações; portanto, o valor de mercado divulgado na BOVESPA para a ação da Light nesse período é o do lote de mil ações.

No período posterior a setembro de 2007 houve o agrupamento das ações, ou seja, agrupou-se na proporção de 1.000:1.

O Gráfico 6 abaixo aponta tendência de alta, com vários trimestres em que o indicador foi superior a 2. Com isso pressupõe-se que a empresa mantenha um bom valor de mercado e solidez.

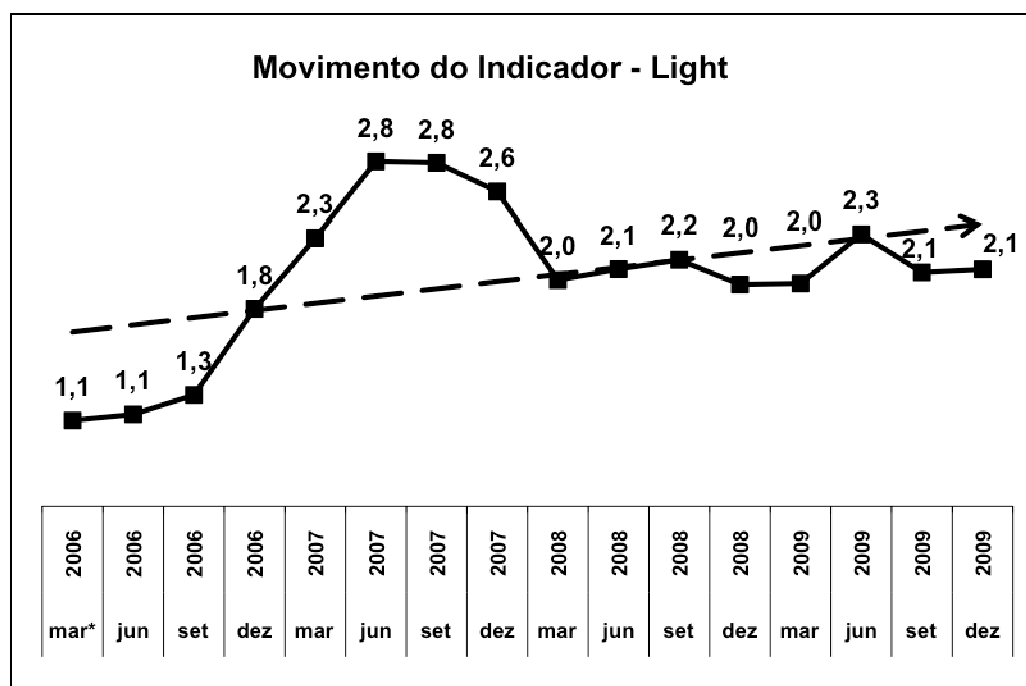


Gráfico 6: Movimento do Indicador - Light.

Fonte: ADVFN e BOVESPA (2009)

A Light começa a negociar suas ações em março de 2006, mesmo período da adesão ao Novo Mercado; portanto não podemos inferir que os movimentos observados estejam relacionados à adesão (H3).

3.6 OGX PETRÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.

3.6.1 Histórico da Empresa OGX

A OGX é parte do Grupo EBX, conglomerado industrial fundado e liderado pelo empresário Eike F. Batista. É uma empresa privada de exploração e produção de petróleo e gás natural. Sua inauguração foi em 2007, por meio da aquisição de um portfólio composto por diversas áreas com potencial exploratório. (OGX, 2010)

Em novembro de 2007, a OGX adquiriu o direito de concessão de 21 áreas para exploração nas bacias de Santos, Campos, Espírito Santo e Pará-Maranhão. (OGX, 2010)

Em 2008, a OGX realizou processo de expansão através da aquisição de mais áreas de exploração. (OGX, 2010)

Em 2009, houve a perfuração de um poço localizado na Bacia de Campos, com a descoberta de volume estimado entre 500 milhões e 1,5 bilhão de barris de petróleo. (OGX, 2010)

3.6.2 A adesão ao Novo Mercado

Em junho de 2008, a OGX realizou sua Oferta Pública de Ações, quando foram captados recursos na ordem de R\$ 6,7 bilhões em uma oferta 100% primária, tornando-se a maior já realizada no Brasil. Os recursos serão destinados à campanha de exploração e desenvolvimento das descobertas. Atualmente ela compõe os seguintes índices na BOVESPA:

- a) IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada;
- b) IBX50 - Índice Brasil das 50 ações de maior liquidez;
- c) ITAG - Índice de Ações com Tag Along Diferenciado;
- d) IBOVESPA - Índice composto pelas ações mais negociadas da BOVESPA.

Mês	Ano	Total de ações (unid)	Nº de ações ON (unid)	Capital Social (mil reais)	Valor Patrimonial	Preço mercado	Valor patrimonial (ações ON - reais)	Valor de mercado (ações ON - reais)	Indicador
jun*	2008	32.319.606	32.319.606	9.035.853	R\$ 279,58	R\$ 1.270,00	9.035.853.000	41.045.899.620	4,5426
set	2008	32.319.606	32.319.606	9.035.853	R\$ 279,58	R\$ 387,00	9.035.853.000	12.507.687.522	1,3842
dez	2008	32.319.606	32.319.606	9.035.853	R\$ 279,58	R\$ 526,01	9.035.853.000	17.000.435.952	1,8814
mar	2009	32.319.606	32.319.606	8.798.901	R\$ 272,25	R\$ 711,01	8.798.901.000	22.979.563.062	2,6116
jun	2009	32.319.606	32.319.606	8.798.901	R\$ 272,25	R\$ 999,18	8.798.901.000	32.293.103.923	3,6701
set	2009	32.320.041	32.320.041	8.799.004	R\$ 272,25	R\$ 1.354,99	8.799.004.000	43.793.332.355	4,9771
dez	2009	3.232.004.100	3.232.004.100	8.799.004	R\$ 2,72	R\$ 16,99	8.799.004.000	54.911.749.659	6,2407

Tabela 7: Dados da empresa OGX.

Fonte: ADVFN (www.advfn.com) e BOVESPA - 2009.

3.6.3 Análise do indicador

De acordo com a Agência Nacional de Petróleo (ANP), o Brasil possui cerca de 96% de áreas sedimentares passíveis de exploração que ainda não foram objeto de contratos de concessão. Neste contexto, previsões de especialistas do setor consideram que os recursos potenciais estimados do Brasil posicionariam as reservas brasileiras entre as nove maiores do mundo.

No segundo trimestre de 2008, a empresa abre seu capital já aderente às normas do Novo Mercado, com um ótimo valor de indicador, que se pode observar no Gráfico 7.

Na Tabela 7 pode-se verificar, com os poucos dados disponíveis, que o valor do indicador se mostra sempre acima de 1.

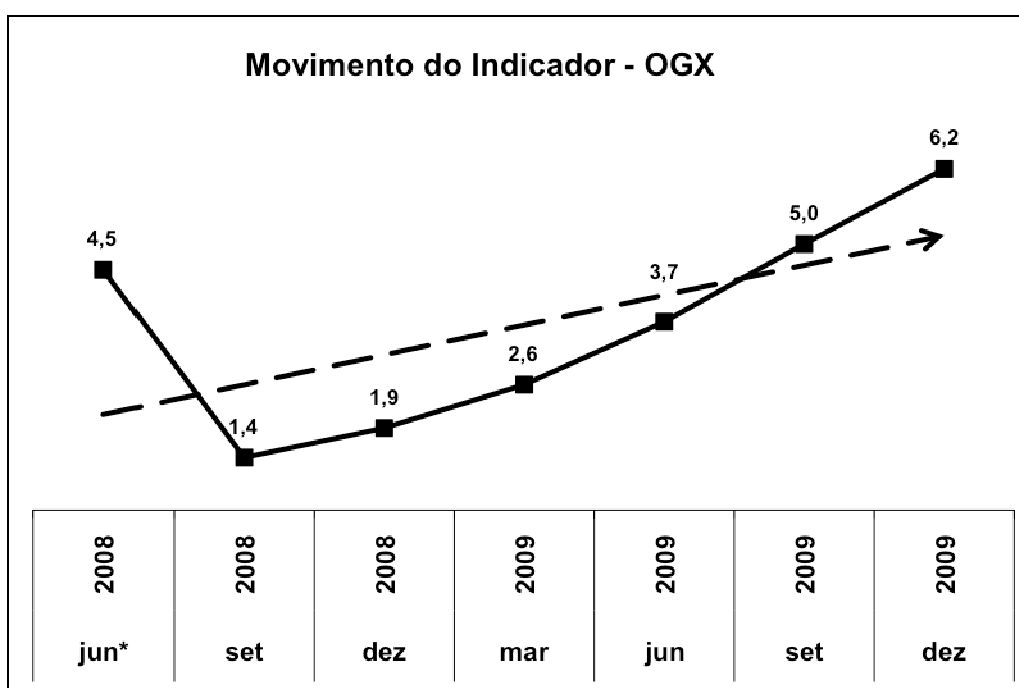


Gráfico 7: Movimento do Indicador – OGX

Fonte: ADVFN e BOVESPA (2009)

O primeiro período coincidiu com sua oferta pública de ações e o valor alto pode ser atribuído ao momento por que o mercado de petróleo passava e à novidade que a OGX representava. No terceiro trimestre de 2009 há uma grande elevação do indicador, que se justifica pela divulgação de fato relevante em 18/09/2009, na BOVESPA: o início da perfuração do poço da bacia de Campos que resultou em uma descoberta estimada entre 500 milhões e 1,5 bilhão de barris de petróleo.

Além disso, no último trimestre do ano de 2009, houve o split (desdobramento) de ações na proporção de 1:100. Assim, com mais papéis no mercado e com valor 100 vezes menor houve a pulverização dos negócios e o aumento da demanda alavancou os preços das ações. Como a empresa negociou ações somente após a adesão ao NM, não se pode relacionar os movimentos observados à adesão (H3).

3.7 TRIUNFO PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A.

3.7.1 Histórico da Empresa Triunfo

A Triunfo Participações e Investimentos S.A. (TPI) é uma empresa de investimentos e participações criada em 1999 pela Construtora Triunfo S.A. para administrar as concessões de serviços públicos. Suas atividades incluem a administração e operação de rodovias, usinas hidrelétricas, terminais portuários e estacionamento (TRIUNFO, 2010).

No ano da criação da Triunfo, os ativos da Concepa, Concer e Econorte (concessionárias de rodovias) foram passados à administração da TPI pela construtora Triunfo.

Em 2001, a empresa adquire parte da Portonave S.A. – Terminais Portuários de Navegantes. Em 2002 constituiu duas empresas que se tornaram usinas hidrelétricas, a Rio Verde Energia S.A. e a Rio Verdinho S.A (TRIUNFO, 2010).

Em 2006, após reestruturação societária, a TPI passou a ser controlada pela Triunfo Holding de Participações Ltda., que opera de forma independente de sua fundadora, a construtora Triunfo. Desta maneira, as atividades de construção civil e de investimentos em sociedades provedoras de infra-estrutura passaram a ser geridas separadamente, respectivamente, pela construtora Triunfo e pela TPI (TRIUNFO, 2010).

Em 2007, transferiu seus interesses no setor de estacionamento para a construtora Triunfo e concentrou seus investimentos nos demais setores em que atua (TRIUNFO, 2010).

3.7.2 A adesão ao Novo Mercado

Para TPI se adequar às normas do Novo Mercado foi preciso a reestruturação societária que ocorrera em 2006. Em julho de 2007, a empresa então faz sua oferta pública inicial de ações (IPO) no Novo Mercado.

Atualmente a TPI compõe os seguintes índices na BOVESPA:

- a) IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada;
- b) ITAG - Índice de Ações com Tag Along Diferenciado.

Todavia empresas controladas pelo TPI, tais como Concepa e Concer, não se encontram em nenhum dos níveis de governança corporativa diferenciada.

Mês	Ano	Total de ações (mil)	Nº de ações ON (mil)	Capital Social (mil reais)	Valor Patrimonial	Preço mercado	Valor patrimonial (ações ON - reais)	Valor de mercado (ações ON - reais)	Indicador
set*	2007	136.704	136.704	461.947	R\$ 3,38	R\$ 7,60	461.947.000	1.038.950.400	2,2491
dez	2007	136.704	136.704	461.947	R\$ 3,38	R\$ 6,90	461.947.000	943.257.600	2,0419
mar	2008	136.704	136.704	461.947	R\$ 3,38	R\$ 5,70	461.947.000	779.212.800	1,6868
jun	2008	136.704	136.704	461.947	R\$ 3,38	R\$ 5,44	461.947.000	743.669.760	1,6099
set	2008	136.704	136.704	461.947	R\$ 3,38	R\$ 3,45	461.947.000	471.628.800	1,0210
dez	2008	136.704	136.704	461.947	R\$ 3,38	R\$ 1,00	461.947.000	136.704.000	0,2959
mar	2009	136.704	136.704	461.947	R\$ 3,38	R\$ 1,17	461.947.000	159.943.680	0,3462
jun	2009	136.704	136.704	461.947	R\$ 3,38	R\$ 2,94	461.947.000	401.909.760	0,8700
set	2009	136.704	136.704	461.947	R\$ 3,38	R\$ 5,39	461.947.000	736.834.560	1,5951
dez	2009	136.704	136.704	461.947	R\$ 3,38	R\$ 5,56	461.947.000	760.074.240	1,6454

Tabela 8: Dados da empresa Triunfo.

Fonte: ADVFN (www.advfn.com) e BOVESPA - 2009.

3.7.3 Análise do indicador

A Triunfo, desde sua estréia no Novo Mercado, demonstra claramente uma tendência de baixa acentuada, consequência dos sucessivos prejuízos e preço por ação elevado, fazendo assim diminuir significativamente a liquidez, sendo assim, o maior valor registrado foi na sua estréia.

De acordo com os balanços da empresa, desde que iniciou as suas negociações na BOVESPA não fechou ano algum com lucro.

No Gráfico 8 este movimento comentado é evidente.

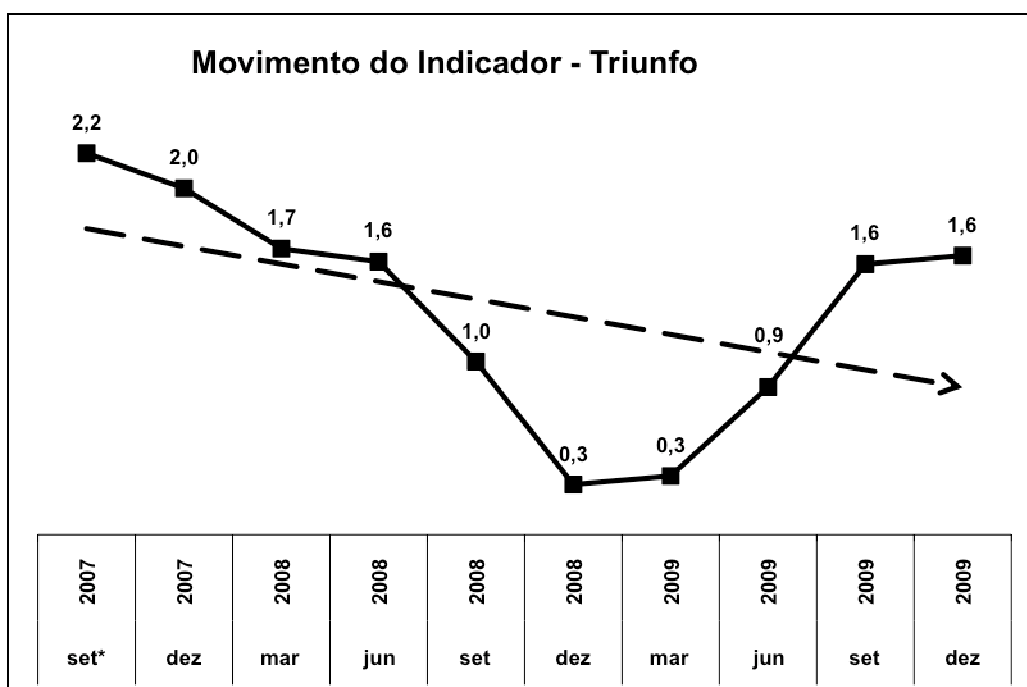


Gráfico 8: Movimento do Indicador – Triunfo

Fonte: ADVFN e BOVESPA (2009)

A empresa negociou ações somente após a adesão ao NM (H3) e, portanto, pressupõe-se que a empresa conseguiu um bom valor de suas ações na estréia. Independente de suas práticas de governança corporativas serem de alto nível, a Triunfo não sustentou seu valor de mercado na bolsa de valores.

3.8 TRACTEBEL ENERGIA S.A.

3.8.1 Histórico da Empresa Tractebel

A Tractebel Energia é uma empresa de geração de energia elétrica, com sede na cidade de Florianópolis/SC. Atua nos estados do Paraná, Santa Catarina, Rio Grande do Sul, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Goiás, Tocantins, Piauí e Ceará. (TRACTEBEL, 2010)

Suas atividades iniciaram-se em 1998 com a aquisição da empresa estatal que foi privatizada, a Gerasul. Em 2000 inaugura a Usina Hidrelétrica Itá e ocorre a assinatura do primeiro contrato de venda direta a um consumidor livre. (TRACTEBEL, 2010)

Em 2001, a Tractebel foi a primeira a usar o gás natural do Gasoduto Bolívia-Brasil para a geração de energia em sua termelétrica. (TRACTEBEL, 2010)

Em 2002, promove o primeiro leilão de venda de energia elétrica no País e assume a marca de sua controladora, passando a se chamar Tractebel Energia S.A (TRACTEBEL, 2010).

Em 2003, começa a utilizar também biomassa para a geração de energia e em 2004 recebe certificações ISO em 7 das 13 usinas de seu parque gerador. (TRACTEBEL, 2010)

Em 2005, a Tractebel Energia é selecionada para compor o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), da Bovespa, que reúne companhias com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial (TRACTEBEL, 2010).

Em 2006, recebe o prêmio Investor Relations Magazine Brazil Awards 2006 na categoria "Maior Evolução em Relações com Investidores", em reconhecimento ao seu empenho em adotar uma política de maior proximidade com o mercado de capitais, além do seu comprometimento com a transparência e as melhores práticas de governança corporativa. Nesse mesmo ano recebe o Prêmio Brasil Ambiental 2006 na categoria especial "Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL)", pelo trabalho com biomassa e foi a primeira entre as geradoras de energia a obter certificado de qualidade ISO em 100% de suas usinas (TRACTEBEL, 2010).

3.8.2 A adesão ao Novo Mercado

Antes de aderir ao Novo Mercado a empresa iniciou em 2004 um processo de adequação de sua estrutura de controle interno às regras da lei norte-americana Sarbanes-Oxley, que definem os critérios de divulgação e emissão de informações financeiras. As práticas de controle foram revistas para aumentar a responsabilidade dos executivos pela eficiência das operações, pela confiabilidade dos relatórios e pelo cumprimento das leis e regulamentos aplicáveis.

Em 2005, a Tractebel Energia passou a integrar o Novo Mercado da Bovespa. Atualmente ela é a maior empresa privada de geração de energia elétrica e tem se destacado pois, em 2009 recebeu alguns prêmios de responsabilidades social e ambiental, como, por exemplo, o prêmio Fritz Muller da Fatma, que conseguiu graças ao projeto em parceria com o Centro de Ciências Biológicas (CCB) da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC).

A Tabela 9 contém as variações do indicador, bem como seu valor de mercado e patrimonial.

Mês	Ano	Total de ações (unid)	Nº de ações ON (unid)	Capital Social (mil reais)	Valor Patrimonial	Preço mercado	Valor patrimonial (ações ON - reais)	Valor de mercado (ações ON - reais)	Indicador
jun	1998	539.091.216	454.100.459	2.085.977	R\$ 3,87	R\$ 1,32	1.757.111	599.413	0,3411
set	1998	539.091.216	454.100.459	2.085.977	R\$ 3,87	R\$ 1,04	1.757.111	472.264	0,2688
dez	1998	539.091.216	454.100.459	2.085.977	R\$ 3,87	R\$ 1,32	1.757.111	599.413	0,3411
mar	1999	539.091.216	454.100.459	2.085.977	R\$ 3,87	R\$ 1,10	1.757.111	499.511	0,2843
jun	1999	539.091.216	454.100.459	2.085.977	R\$ 3,87	R\$ 1,14	1.757.111	517.675	0,2946
set	1999	539.091.216	454.100.459	2.085.977	R\$ 3,87	R\$ 1,03	1.757.111	467.723	0,2662
dez	1999	539.091.216	454.100.459	2.085.977	R\$ 3,87	R\$ 1,65	1.757.111	749.266	0,4264
mar	2000	539.091.216	454.100.459	2.085.977	R\$ 3,87	R\$ 1,60	1.757.111	726.561	0,4135
jun	2000	539.091.216	454.100.459	2.085.977	R\$ 3,87	R\$ 1,85	1.757.111	840.086	0,4781
set	2000	550.905.406	464.052.075	2.119.884	R\$ 3,85	R\$ 2,46	1.785.672	1.141.568	0,6393
dez	2000	603.845.254	464.052.075	2.278.704	R\$ 3,77	R\$ 2,44	1.751.173	1.132.287	0,6466
mar	2001	604.238.739	464.052.075	2.279.884	R\$ 3,77	R\$ 2,84	1.750.939	1.317.908	0,7527
jun	2001	604.238.739	464.052.075	2.279.884	R\$ 3,77	R\$ 3,04	1.750.939	1.410.718	0,8057
set	2001	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 2,52	1.738.761	1.169.411	0,6726
dez	2001	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 3,20	1.738.761	1.484.967	0,8540
mar	2002	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 3,48	1.738.761	1.614.901	0,9288
jun	2002	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 3,28	1.738.761	1.522.091	0,8754

set	2002	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 3,37	1.738.761	1.563.855	0,8994
dez	2002	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 2,67	1.738.761	1.239.019	0,7126
mar	2003	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 3,35	1.738.761	1.554.574	0,8941
jun	2003	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 5,76	1.738.761	2.672.940	1,5373
set	2003	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 6,08	1.738.761	2.821.437	1,6227
dez	2003	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 6,99	1.738.761	3.243.724	1,8655
mar	2004	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 8,12	1.738.761	3.768.103	2,1671
jun	2004	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 8,76	1.738.761	4.065.096	2,3379
set	2004	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 7,79	1.738.761	3.614.966	2,0790
dez*	2004	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 8,02	2.445.766	5.234.992	2,1404
mar	2005	652.742.192	464.052.075	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 9,95	1.738.761	4.617.318	2,6555
jun	2005	652.742.192	652.667.126	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 10,11	2.445.485	6.598.465	2,6982
set	2005	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 11,91	2.445.766	7.774.160	3,1786
dez**	2005	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 13,60	2.445.766	8.877.294	3,6297
mar	2006	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 17,47	2.445.766	11.403.406	4,6625
jun	2006	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 16,03	2.445.766	10.463.457	4,2782
set	2006	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 18,01	2.445.766	11.755.887	4,8066
dez	2006	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 17,47	2.445.766	11.403.406	4,6625
mar	2007	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 18,00	2.445.766	11.749.359	4,8040
jun	2007	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 21,30	2.445.766	13.903.409	5,6847
set	2007	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 22,54	2.445.766	14.712.809	6,0156

dez	2007	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 21,80	2.445.766	14.229.780	5,8181
mar	2008	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 22,49	2.445.766	14.680.172	6,0023
jun	2008	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 23,95	2.445.766	15.633.175	6,3919
set	2008	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 20,70	2.445.766	13.511.763	5,5246
dez	2008	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 18,55	2.445.766	12.108.368	4,9507
mar	2009	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 17,20	2.445.766	11.227.166	4,5904
jun	2009	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 18,95	2.445.766	12.369.465	5,0575
set	2009	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 20,88	2.445.766	13.629.257	5,5726
dez	2009	652.742.192	652.742.192	2.445.766	R\$ 3,75	R\$ 21,40	2.445.766	13.968.683	5,7114

Tabela 9: Dados da empresa Tractebel

Fonte: ADVFN (www.advfn.com) e BOVESPA - 2009.

Notas: Transformadas em ações PN em * ON; ** Adesão ao NM.

3.8.3 Análise do indicador

A Tractebel possui diversidade de tipos de usina para a produção de energia elétrica, tais como termelétrica, biomassa, eólica e hidrelétrica. Além disso sua controladora, a GDF Suez, empresa franco-belga, possui uma boa experiência internacional no ramo de geração de energia. Atualmente a GDF Suez é a 10ª em volume de produção de energia do mundo.

Nota-se no Gráfico 9 que o indicador começou com valor inferior a 1. Porém, a partir de 2003 o seu valor é crescente. Em 2004 a empresa converteu todas as suas ações preferenciais (PN) em ordinárias (ON), na mesma época em que se adequava ao regimento da lei Sarbanes-Oxley para reforçar sua credibilidade na New York Securities Exchange (NYSE – bolsa de valores de Nova Iorque).

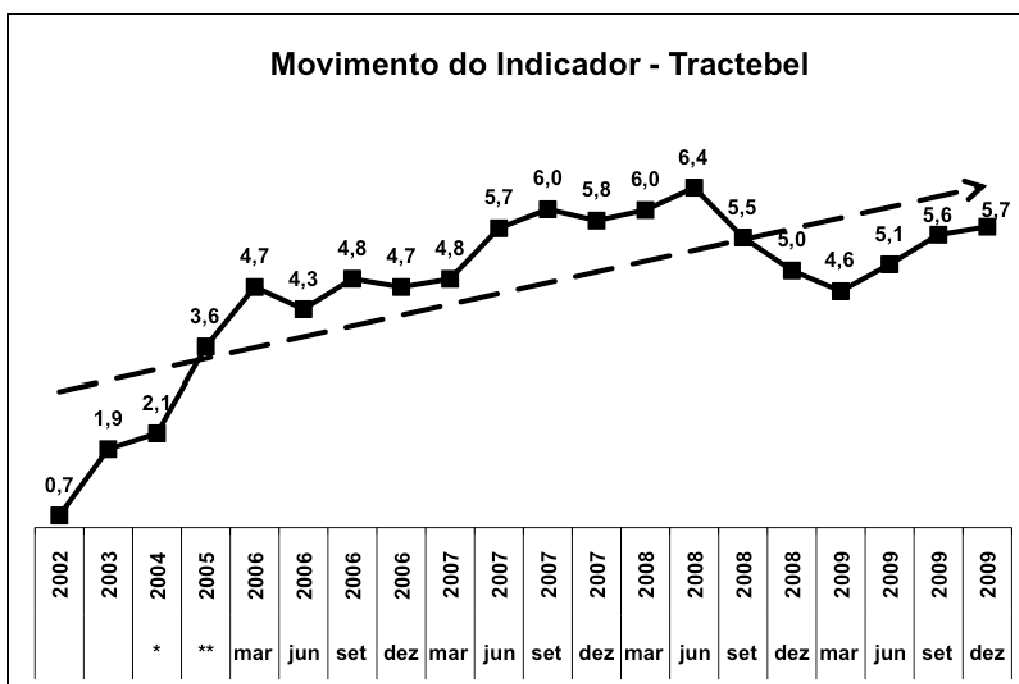


Gráfico 9: Movimento do Indicador – Tractebel.

Fonte: ADVFN e BOVESPA (2009)

Em dezembro de 2005 a empresa aderiu às normas do Novo Mercado da BOVESPA, dando continuidade à melhoria de suas práticas de governança corporativa. No trimestre subsequente à adesão observa-se elevação significativa no valor do indicador, o que demonstra que a empresa não atuava no NM e ao aderir ao NM aumentou significativamente o valor de suas ações.

No final de 2008 vê-se uma queda no valor do indicador, porém sem afetar sua tendência altista de longo prazo. Além disso, pressupõe-se que a queda foi em decorrência da Crise Econômica 2008-2009, pois logo após há a recuperação do valor, coincidindo com a recuperação da BOVESPA.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi analisar se a efetiva adesão ao Novo Mercado tem impacto no valor das ações, através das oscilações do indicador das empresas antes e depois da divulgação da adesão ao Novo Mercado.

As empresas que fizeram parte do trabalho foram empresas brasileiras do Novo Mercado em 31/12/2009 e com data de inscrição na BOVESPA anterior à adesão ao Novo Mercado.

Os resultados encontrados foram compilados, gerando a Tabela 10:

Empresa	Cap Estr.	Data Inaug	Inscrição BOVESPA	Adesão ao NM	H1	H2	H3	Tendência Longo prazo	Ramo
CPFL	Sim	1912	2000	2004			x	Alta	Energia
Cremer	Sim	1935	2006	2007			x	Baixa	Saúde
Ideiasnet	Não	2000	2000	2008		x		Alta	Internet
GVT	Sim	1999	2006	2007			x	Alta	Serviços
Light	Não	1899	2004	2006			x	Alta	Energia
OGX	Sim	2007	2006	2008			x	Alta	Petróleo
Triunfo	Não	1999	2002	2007			x	Baixa	Serviços
Tractebel	Sim	1998	1998	2005	x			Alta	Energia

Tabela 10: Matriz de resultados.

Do total de empresas estudadas, 62 % apresentam grupos controladores cujo capital de origem é estrangeiro. Isto significa que 05 delas têm participação de capital estrangeiro e 03 contam com apenas capital nacional no controle. Conforme a esta pesquisa, a existência de capital estrangeiro pode ter contribuído decisivamente para a adesão da empresa ao NM .

O ramo de atuação é variado, sendo 03 de energia, 02 de serviços, 01 de Petróleo, 01 de Internet e 01 de saúde.

Todas as empresas do ramo de energia apresentaram linha de tendência de alta no longo prazo, apesar das hipóteses encontradas serem divergentes.

Quanto à verificação das hipóteses elaboradas no início do trabalho cabe destacá-las novamente:

H1 - empresas que não atuavam no NM e ao aderirem ao NM aumentaram significativamente o valor das ações;

H2 - empresas que não atuavam no NM e ao aderirem ao NM não aumentaram significativamente o valor das ações;

H3 - empresas que negociaram sua ações somente após a adesão ao NM.

Os resultados do trabalho evidenciaram que apenas a empresa Tractebel Energia enquadrou-se na hipótese H1. Além disso, o valor do indicador ficou em média 2,6 quando considerado o período desde 1998 e 4,8, quando considerado desde 2005, ou seja, seu valor de mercado superou em média 2,6 o seu valor patrimonial.

A empresa Ideiasnet enquadrou-se na hipótese H2 e apesar da forte oscilação do indicador demonstrou tendência de alta no longo prazo. A média do valor do indicador a partir do ano de 2000 ficou em 2,3 e considerando desde 2005, 3,6, afirmando sua valorização frente ao mercado.

As demais empresas (CPFL, Cremer, GVT, Light, OGX e Triunfo) confirmaram a hipótese H3, e a média do indicador considerando todas as empresas ficou em 2,8 o que é considerado uma boa relação mercado/patrimônio. Deste grupo, destacaram-se 3 empresas que superaram 3 vezes o valor patrimonial: Cremer, com 3,5, mesmo com tendência de baixa no longo prazo, ela consegue ter boa aceitação do mercado por ser a maior empresa do seu nicho de mercado; GVT, com 3,2, sendo que seu indicador sempre ficou acima de 2; e OGX, com 3,6 e com tendência de alta no longo prazo. A empresa Triunfo teve o menor desempenho, chegando o valor de seu indicador ser igual a 0,3, que se justifica por ser uma empresa que no período analisado não apresentou lucro; todavia no último ano ela vem apresentando uma pequena recuperação de seu valor de mercado.

Em qualquer sistema de governança corporativa mantém-se relações: com o mercado de trabalho; com a organização interna do trabalho das firmas; com as instituições de mercado, entre outras. Mas, não foram estes os aspectos evidenciados pela análise.

Enfim, a análise identificou que independentemente das tendências observadas por meio dos gráficos, o que influenciou o movimento de curto prazo (logo após a adesão) não estava vinculado ao NM e sim às peculiaridades de cada empresa e seu mercado. Pode-se inferir que empresas participantes do Novo Mercado possuem, de acordo com as empresas pesquisadas, em 75 % dos casos, tendências altistas de longo prazo e valor de mercado superior a 2 vezes seu valor patrimonial.

O fato da adesão ao NM pode ser levado em conta para a tomada de decisão de compra/venda de ações, sem deixar de lado outras análises, visando o retorno de longo prazo (mais de 5 anos).

Portanto, as comparações dos resultados do trabalho poderão permitir possíveis evidências do papel da boa governança corporativa e seus reflexos sobre o preço das ações das empresas e a relação com a adesão ao Novo Mercado. Este aprofundamento poderá servir para futuros estudos sobre o tema junto às empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

ABIEE. **Associação Brasileira da Indústria Elétrica e Eletrônica**. Disponível em: <<http://www.abinee.org.br>>. Acesso em: 02 de agosto de 2009.

ANATEL. **Agência Nacional de Telecomunicações**. Disponível em: <<http://www.anatel.gov.br>>. Acesso em: 02 de agosto de 2009.

ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ANGELO, Vitor Amorim de. **Encilhamento**. Disponível em: <<http://educacao.uol.com.br/historia-brasil/encilhamento.jhtm>>. Acesso em: 02 de agosto de 2009.

ARAÚJO, Marcelo Bicalho Vittrino de; AMARAL, Hudson Fernandes; LIMA, Romeu Eugênio de. **Conflitos de Agência: Um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito**. In: V Encontro de Pesquisadores Latino-Americanos de Cooperativismo, 2008. Disponível em: <http://www.fundace.org.br/cooperativismo/arquivos_pesquisa_ica_la_2008/057-lima.pdf>. Acesso em: 12 de março de 2008.

BEUREN, Ilse Maria. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2003.

BOVESPA. **Bovespa a bolsa do Brasil**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 12 de março de 2008.

CARVALHO, A.G.. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de administração da USP**, v. 37 n.3, p. 19-32. São Paulo, 2002.

CPFL. **Companhia Paulista de Força e Luz**. Disponível em: <www.cpfl.com.br>. Acesso em: 31 de janeiro de 2010.

CREMER. **Cremer S.A.** Disponível em: <<http://www.cremer.com.br>>. Acesso em: 07 de fevereiro de 2010.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. **Revista do BNDES**, 1998. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev906.pdf>>. Acesso em: 12 de março de 2008.

GARCIA, Felix Arthur. **Governança Corporativa**. Monografia (Bacharelado em Economia). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GVT. **GVT S.A.** Disponível em: <<http://www.gvt.com.br/ri/>>. Acesso em: 08 fevereiro de 2010.

Ideiasnet. **Ideiasnet S.A.** Disponível em: <<http://www.ideiasnet.com.br/>>. Acesso em: 07 de fevereiro de 2009.

JBONLINE. Disponível em: <<http://jbonline.terra.com.br/extra/2007/04/10/e100430033.html>>. Acesso em: 07 de fevereiro de 2010.

JOVEM MILIONÁRIO. Disponível em: <<http://jovemmilionario.wordpress.com/tag/acoes/>>. Acesso em: 30 de novembro de 2010.

LA PORTA et al. Investor Protection and Corporate Governance. **NBER Working Paper**, 1999. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7428.pdf>>. Acesso em: 12 de março de 2008.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa: Evidências empíricas no Brasil**. Atlas. São Paulo, 2007

LIGHT. **Grupo Light S.A.** Disponível em: <www.light.com.br/ri/>. Acesso em: 08 de fevereiro de 2010.

RIBEIRO NETO, Ramon Martinez. **A importância da governança corporativa na gestão das empresas – o caso do grupo Orsa**. Monografia (Bacharelado em Administração). Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

OGX. **OGX:** Petróleo e Gás. Disponível em: <<http://www.ogx.com.br/>>. Acesso em: 02 de agosto de 2009.

SEGATTO-MENDES, A. P. **Teoria da agencia aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa.** Tese (Doutorado em Administração). Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

SIQUEIRA, Aieda Batistela. **Governança corporativa e otimização de *portfolios*:** a relação entre risco e retorno e boas práticas de governança. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção), Universidade de São Paulo, São Carlos, 2007.

TERRA NOTÍCIAS. Disponível em: <<http://noticias.terra.com.br/interna/0,,OI4048357-EI8177,00.html>>. Acesso em 30 de novembro de 2010.

TRACTEBEL. **Tractebel Energia:** GDP SUEZ. Disponível em: <www.tractebelenergia.com.br>. Acesso em: 10 de fevereiro de 2010.

TRIUNFO. **TPI:** Triunfo Participações e Investimentos S.A. Disponível em: <<http://www.tpisa.com.br/ri>>. Acesso em: 09 de fevereiro de 2010.

WEB80. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.** Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 20 de maio de 2008.

ANEXOS

ANEXO A - EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA EM 31/12/2009

Nº	Razão Social	Segmento
1	521 PARTICIPACOES S.A.	MB
2	524 PARTICIPACOES S.A.	MB
3	ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	NM
4	ACOS VILLARES S.A.	
5	ACUCAR GUARANI S.A.	NM
6	AES ELPA S.A.	
7	AES SUL DISTRIB GAUCHA DE ENERGIA S.A.	
8	AES TIETE S.A.	
9	AETATIS SECURITIZADORA S.A.	
10	AFLUENTE GER.E TRANSM.ENERG.ELETR. S.A.	
11	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	NM
12	AGRENCO LTD.	DR3
13	ALEF S.A.	MB
14	ALFA HOLDINGS S.A.	
15	ALIUM PARTICIPACOES S.A.	MB
16	ALL - AMÉRICA LATINA LOG. MALHA NORTE S.A.	MB
17	ALL - AMÉRICA LATINA LOG. MALHA PAULISTA S.A.	MB
18	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	N2
19	ALLIS PARTICIPAÇÕES S.A.	MB
20	ALTERE SECURITIZADORA S.A.	
21	AMERICAN BANKNOTE S.A.	NM
22	AMERICEL S.A.	
23	AMIL PARTICIPACOES S.A.	NM
24	AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.	
25	AMPLA INVESTIMENTOS E SERVICOS S.A.	
26	ANDRADE GUTIERREZ CONCESSOES S.A.	MB
27	ANDRADE GUTIERREZ PARTICIPACOES S.A.	MB
28	ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A	N2
29	ÁQUILLA SECURITIZADORA S.A.	

30	ARACRUZ CELULOSE S.A.	N1
31	ARAUCARIA PARTICIPACOES S.A.	MB
32	ARTHUR LANGE S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	
33	ASTER SECURITIZADORA S.A.	
34	AZEVEDO E TRAVASSOS S.A.	
35	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	NM
36	BAESA - ENERGETICA BARRA GRANDE S.A.	MB
37	BAHEMA S.A.	
38	BALADARE PARTICIPACOES S.A.	MB
39	BANDEIRANTE ENERGIA S.A.	
40	BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO	
41	BANJUL PARTICIPACOES S.A.	MB
42	BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	
43	BASEL PARTICIPACOES S.A.	MB
44	BATTISTELLA ADM PARTICIPACOES S.A.	
45	BAUMER S.A.	
46	BCO ABC BRASIL S.A.	N2
47	BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.	
48	BCO AMAZONIA S.A.	
49	BCO BRADESCO S.A.	N1
50	BCO BRASIL S.A.	NM
51	BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	N1
52	BCO DAYCOVAL S.A.	N1
53	BCO ESTADO DE SERGIPE S.A. - BANESE	
54	BCO ESTADO DO PARA S.A.	
55	BCO ESTADO DO PIAUI S.A.	
56	BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	N1
57	BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	N1
58	BCO INDUSVAL S.A.	N1
59	BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.	
60	BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.	
61	BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.	
62	BCO NOSSA CAIXA S.A.	NM

63	BCO PANAMERICANO S.A.	N1
64	BCO PATAGONIA S.A.	DR3
65	BCO PINE S.A.	N1
66	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	
67	BCO SOFISA S.A.	N2
68	BELAPART S.A.	MB
69	BELMONTE PARTICIPACOES S.A.	MB
70	BEMATECH S.A.	NM
71	BERNA PARTICIPACOES S.A.	MB
72	BETA SECURITIZADORA S.A.	
73	BETAPART PARTICIPACOES S.A.	MB
74	BFB LEASING S.A. - ARREND.MERCANTIL	MB
75	BGPARG S.A.	
76	BIC ARRENDAMENTO MERCANTIL S.A.	
77	BICICLETAS MONARK S.A.	
78	BIOMM S.A.	
79	BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	NM
80	BNDES PARTICIPACOES S.A. - BNDESPAR	MB
81	BOMBRIL HOLDING S.A.	
82	BOMBRIL S.A.	
83	BONAIRE PARTICIPACOES S.A.	MB
84	BOTUCATU TEXTIL S.A.	
85	BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	NM
86	BR PROPERTIES S.A.	
87	BRADERCO LEASING S.A. ARREND MERCANTIL	
88	BRADERPAR S.A.	N1
89	BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	NM
90	BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	NM
91	BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	N1
92	BRASIL TELECOM S.A.	N1
93	BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	NM
94	BRASKEM S.A.	N1
95	BRASMOTOR S.A.	

96	BRAZILIAN FINANCE E REAL ESTATE S.A.	
97	BRAZILIAN SECURITIES CIA SECURITIZACAO	MB
98	BRB BCO DE BRASILIA S.A.	
99	BRC SECURITIZADORA S.A.	
100	BRF - BRASIL FOODS S.A.	NM
101	BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A.	NM
102	BRZ INVESTIMENTOS S.A.	MB
103	BUETTNER S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	
104	BV LEASING - ARRENDAMENTO MERCANTIL S.A.	MB
105	CABINDA PARTICIPACOES S.A.	MB
106	CACONDE PARTICIPACOES S.A.	MB
107	CAFE SOLUVEL BRASILIA S.A.	
108	CAGECE - CIA DE AGUA E ESGOTO DO CEARA	
109	CAIANDA PARTICIPACOES S.A.	MB
110	CAIXA SEGURADORA S.A.	MB
111	CALAIS PARTICIPACOES S.A.	MB
112	CAMARGO CORREA CIMENTOS S.A.	
113	CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	NM
114	CAMBUCI S.A.	
115	CAPITALPART PARTICIPACOES S.A.	MB
116	CARAIBA METAIS S.A.	
117	CBCC PARTICIPACOES S.A.	
118	CELM CIA EQUIP LABORATOR MODERNOS	
119	CELULOSE IRANI S.A.	
120	CEMEPE INVESTIMENTOS S.A.	
121	CEMIG DISTRIBUICAO S.A.	
122	CEMIG GERACAO E TRANSMISSAO S.A.	
123	CENTENNIAL ASSET PARTICIP.AMAPA S.A.	
124	CENTENNIAL ASSET PARTICIP.MINAS-RIO S.A.	
125	CENTENNIAL ASSET PARTICIPAÇÕES AÇU S.A.	
126	CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	N1
127	CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	N2
128	CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	

129	CENTRAIS ELET MATOGROSSENSES S.A.- CEMAT	
130	CERAMICA CHIARELLI S.A.	
131	CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	N1
132	CETIP S.A. - BALCÃO ORG. DE ATIVOS E DERIV.	NM
133	CIA BANDEIRANTES DE ARMAZENS GERAIS	
134	CIA BEBIDAS DAS AMERICAS - AMBEV	
135	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	N1
136	CIA BRASILIANA DE ENERGIA	
137	CIA CACIQUE DE CAFE SOLUVEL	
138	CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.-CASAN	
139	CIA CELG DE PARTICIPACOES - CELGPAR	
140	CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	NM
141	CIA DE RECUPERACAO SECUNDARIA	MB
142	CIA DISTRIB DE GAS DO RIO DE JANEIRO-CEG	
143	CIA DOCAS DE IMBITUBA	
144	CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA	
145	CIA ENERGETICA DE BRASILIA	
146	CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	N1
147	CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	
148	CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	
149	CIA ENERGETICA DO MARANHAO - CEMAR	MB
150	CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN	
151	CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	MB
152	CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	MB
153	CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	
154	CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	N1
155	CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	
156	CIA HABITASUL DE PARTICIPACOES	
157	CIA HERING	NM
158	CIA IGUACU DE CAFE SOLUVEL	
159	CIA INDUSTRIAL CATAGUASES	
160	CIA INDUSTRIAL SCHLOSSER S.A.	
161	CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO	

162	CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	N1
163	CIA PARTICIPACOES ALIANCA DA BAHIA	
164	CIA PAULISTA DE FORCA E LUZ	
165	CIA PETROLIFERA MARLIM	MB
166	CIA PIRATININGA DE FORCA E LUZ	
167	CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	NM
168	CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	NM
169	CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	NM
170	CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR	
171	CIA SEGUROS ALIANCA DA BAHIA	
172	CIA SEGUROS MINAS BRASIL	
173	CIA SIDERURGICA NACIONAL	
174	CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	
175	CIA TECIDOS SANTANENSE	
176	CIA TELECOMUNICACOES DO BRASIL CENTRAL	MB
177	CIA TEXTIL FERREIRA GUIMARAES	
178	CIELO S.A.	NM
179	CIMOB PARTICIPACOES S.A.	
180	CIMS S.A.	
181	CLARION S.A. AGROINDUSTRIAL	
182	COARI PARTICIPACOES S.A.	MB
183	COBRASMA S.A.	
184	COMPANY S.A.	
185	CONC ROD OSORIO-PORTO ALEGRE S.A-CONCEPA	
186	CONC SIST ANHANG-BANDEIRANT S.A. AUTOBAN	
187	CONCESSAO METROVIARIA RIO DE JANEIRO S.A	MB
188	CONCESSIONARIA ECOVIAS IMIGRANTES S.A.	
189	CONCESSIONARIA RIO-TERESOPOLIS S.A.	MB
190	CONCESSIONARIA ROD.OESTE SP VIAOESTE S.A	
191	CONCESSIONARIA RODOVIA PRES. DUTRA S.A.	MB
192	CONFAB INDUSTRIAL S.A.	N1
193	CONSERVAS ODERICH S.A.	
194	CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.	

195	CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.	
196	CONSTRUTORA BETER S.A.	MB
197	CONSTRUTORA LIX DA CUNHA S.A.	
198	CONSTRUTORA SULTEPA S.A.	
199	CONSTRUTORA TENDA S.A.	NM
200	CONTAX PARTICIPACOES S.A.	
201	CORREA RIBEIRO S.A. COMERCIO E INDUSTRIA	
202	COSAN LIMITED	DR3
203	COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	NM
204	CP CIMENTO E PARTICIPACOES S.A.	MB
205	CPFL ENERGIA S.A.	NM
206	CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A.	
207	CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	NM
208	CREMER S.A.	NM
209	CSU CARDSYSTEM S.A.	NM
210	CTEEP - CIA TRANS. ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	N1
211	CTX PARTICIPAÇÕES S.A.	
212	CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART	NM
213	CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	NM
214	DALETH PARTICIPACOES S.A.	MB
215	DHB INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	
216	DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	NM
217	DIBENS LEASING S.A. - ARREND.MERCANTIL	
218	DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	
219	DINAMICA ENERGIA S.A.	MB
220	DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	NM
221	DIXIE TOGA S.A.	
222	DOCAS INVESTIMENTOS S.A.	
223	DOHLER S.A.	
224	DROGASIL S.A.	NM
225	DTCOM - DIRECT TO COMPANY S.A.	
226	DUFRY SOUTH AMERICA LTD.	DR3
227	DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.	

228	DURATEX S.A.	N1
229	EBX BRASIL S.A.	
230	EBX BRASIL S.A.	
231	ECORODOVIAS CONCESSÕES E SERVIÇOS S.A.	
232	EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	NM
233	ELECTRO ACO ALTONA S.A.	
234	ELEKEIROZ S.A.	
235	ELEKTRO - ELETRICIDADE E SERVICOS S.A.	
236	ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR	
237	ELETRON S.A.	MB
238	ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	N2
239	ELUMA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	
240	EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.	
241	EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	NM
242	EMBRATEL PARTICIPACOES S.A.	
243	EMPRESA CONC RODOV DO NORTE S.A.ECONORTE	
244	EMPRESA CONC RODOV DO SUL S.A. - ECOSUL	
245	EMPRESA ENERG MATO GROS.SUL S.A.-ENERSUL	
246	EMPRESA INVEST ENERGIAS RENOVAVEIS S.A.	
247	EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A.ENCORPAR	
248	ENERGISA S.A.	
249	ENERGISA SERGIPE - DIST. DE ENERGIA S.A.	
250	EQUATORIAL ENERGIA S.A.	NM
251	ESPIRITO SANTO CENTR.ELETR. S.A.-ESCELSA	
252	ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	NM
253	ETERNIT S.A.	NM
254	EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	
255	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	NM
256	EXCELSIOR ALIMENTOS S.A.	
257	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	NM
258	FABRICA TECIDOS CARLOS RENAUX S.A.	
259	FERROVIA CENTRO-ATLANTICA S.A.	
260	FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A.- FOSFERTIL	

261	FERTILIZANTES HERINGER S.A.	NM
262	FIACAO TEC SAO JOSE S.A.	
263	FIAGO PARTICIPACOES S.A.	MB
264	FIBAM COMPANHIA INDUSTRIAL	
265	FIBRA CIA SECURIT. DE CRED. IMOBILIARIOS	
266	FINANCEIRA ALFA S.A.- CRED FINANC E INVS	
267	FINANSINOS S.A.- CREDITO FINANC E INVEST	
268	FLEURY S.A.	NM
269	FORJAS TAURUS S.A.	
270	FORPART S.A.	MB
271	FRAS-LE S.A.	N1
272	FUTURETEL S.A.	MB
273	GAFISA S.A.	NM
274	GAIA SECURITIZADORA S.A.	MB
275	GAMA PARTICIPACOES S.A.	MB
276	GARUDA S.A.	MB
277	GAZOLA S.A. INDUSTRIA METALURGICA	
278	GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	NM
279	GERDAU S.A.	N1
280	GLOBEX UTILIDADES S.A.	
281	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	N2
282	GP INVESTMENTS, LTD.	DR3
283	GPC PARTICIPACOES S.A.	
284	GRADIENTE ELETRONICA S.A.	
285	GRAZZIOTIN S.A.	
286	GRENDENE S.A.	NM
287	GRUCAI PARTICIPACOES S.A.	
288	GTD PARTICIPACOES S.A.	MB
289	GUARARAPES CONFECCOES S.A.	
290	GVT (HOLDING) S.A.	NM
291	HAGA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	
292	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	NM
293	HERCULES S.A. FABRICA DE TALHERES	

294	HOPI HARI S.A.	
295	HOTEIS OTHON S.A.	
296	HYPERMARCAS S.A.	NM
297	IDEIASNET S.A.	NM
298	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	NM
299	IMIGRANTES CIA SEC.DE CRED.IMOBILIARIOS	
300	IMOWEL SECURITIZADORA S.A.	
301	INDUSTRIAS ARTEB S.A.	
302	INDUSTRIAS J B DUARTE S.A.	
303	INDUSTRIAS ROMI S.A.	NM
304	INEPAR ENERGIA S.A.	
305	INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUCOES	
306	INEPAR TELECOMUNICACOES S.A.	
307	INFRASEC SECURITIZADORA S.A.	
308	INPAR S.A.	NM
309	INV E PART INFRA-ESTRUTURA S.A. -INVEPAR	MB
310	INVEST TUR BRASIL - DESENV.IMOB.TUR.S.A.	NM
311	INVESTCO S.A.	
312	INVESTIMENTOS BEMGE S.A.	
313	INVITEL LEGACY S.A.	MB
314	INVITEL S.A.	MB
315	IOCHPE MAXION S.A.	NM
316	ITAITINGA PARTICIPACOES S.A.	
317	ITAPEBI GERACAO DE ENERGIA S.A.	
318	ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A.	N1
319	ITAUBANK LEASING S.A. ARREND MERCANTIL	
320	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	N1
321	ITAUSEG PARTICIPACOES S.A.	MB
322	ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC	
323	J. MACEDO S.A.	
324	JBS S.A.	NM
325	JEREISSATI PARTICIPACOES S.A.	
326	JHSF PARTICIPACOES S.A.	NM

327	JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	
328	JOSAPAR-JOAOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP	
329	KARSTEN S.A.	
330	KEPLER WEBER S.A.	
331	KLABIN S.A.	N1
332	KLABIN SEGALL S.A.	NM
333	KROTON EDUCACIONAL S.A.	N2
334	LA FONTE TELECOM S.A.	
335	LAEP INVESTMENTS LTD.	DR3
336	LARK S.A. MAQUINAS E EQUIPAMENTOS	
337	LF TEL S.A.	
338	LIGAFUTEBOL S.A.	MB
339	LIGHT S.A.	NM
340	LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.	
341	LITEL PARTICIPACOES S.A.	MB
342	LIVRARIA DO GLOBO S.A.	
343	LLX LOGISTICA S.A.	NM
344	LOCALIZA RENT A CAR S.A.	NM
345	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	NM
346	LOJAS AMERICANAS S.A.	
347	LOJAS HERING S.A.	
348	LOJAS RENNER S.A.	NM
349	LONGDIS S.A.	MB
350	LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	NM
351	LUPATECH S.A.	NM
352	M G POLIESTER S.A.	
353	M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	NM
354	MAGNESITA REFRATARIOS S.A.	NM
355	MAHLE-METAL LEVE S.A.	
356	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	N1
357	MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	
358	MAORI S.A.	MB
359	MARAMBAIA ENERGIA RENOVAVEL S.A.	

360	MARCOPOLO S.A.	N2
361	MARFRIG ALIMENTOS S/A	NM
362	MARISA S.A.	NM
363	MARISOL S.A.	
364	MARLIM PARTICIPACOES S.A.	MB
365	MATONE SECURITIZADORA S.A.	
366	MEDIAL SAUDE S.A.	NM
367	MELPAPER S.A.	
368	MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	
369	MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.	
370	METALFRIO SOLUTIONS S.A.	NM
371	METALGRAFICA IGUACU S.A.	
372	METALURGICA DUQUE S.A.	
373	METALURGICA GERDAU S.A.	N1
374	METALURGICA RIOSULENSE S.A.	
375	METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	
376	MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS BR S.A.	
377	MINASMAQUINAS S.A.	
378	MINERVA S.A.	NM
379	MINUPAR PARTICIPACOES S.A.	
380	MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	NM
381	MOENA PARTICIPACOES S.A.	MB
382	MONTEIRO ARANHA S.A.	
383	MONTICIANO PARTICIPACOES S.A.	MB
384	MPX ENERGIA S.A.	NM
385	MRS LOGISTICA S.A.	MB
386	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	NM
387	MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	N2
388	MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	
389	NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.	
390	NATURA COSMETICOS S.A.	NM
391	NEOENERGIA S.A.	MB
392	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	N2

393	NEWTEL PARTICIPACOES S.A.	MB
394	NORCON - SOC. NORD. DE CONTRUCOES S.A.	MB
395	NORDON INDUSTRIAS METALURGICAS S.A.	
396	NOVA ACAO PARTICIPACOES S.A.	
397	NOVA AMERICA S.A.	MB
398	NOVA AMERICA S.A. - AGROENERGIA	
399	NOVA SECURITIZACAO S.A.	
400	NOVAMARLIM PARTICIPACOES S.A.	MB
401	NOVAMARLIM PETROLEO S.A.	MB
402	NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	MA
403	OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	NM
404	ODONTOPREV S.A.	NM
405	OESTE PARTICIPACOES S.A.	MB
406	OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES S.A.	NM
407	OPPORTUNITY ENERGIA E PARTICIPACOES S.A.	MB
408	PANATLANTICA S.A.	
409	PARANA BCO S.A.	N1
410	PARANAPANEMA S.A.	N1
411	PARCOM PARTICIPACOES S.A.	MB
412	PARMALAT BRASIL S.A. IND DE ALIMENTOS	
413	PATRIA CIA SECURITIZADORA DE CRED IMOB	
414	PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	NM
415	PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	
416	PETROPAR S.A.	
417	PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL	
418	PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	
419	POLPAR S.A.	
420	PORTO SEGURO S.A.	NM
421	PORTOBELLO S.A.	NM
422	PORTX OPERAÇÕES PORTUÁRIAS S.A.	
423	POSITIVO INFORMATICA S.A.	NM
424	PRIMAV ECORODOVIAS S.A.	
425	PRIVATINVEST PARTICIPACOES S.A.	MB

426	PRÓ METALURGIA S.A.	
427	PRODUTORES ENERGET.DE MANSO S.A.- PROMAN	MB
428	PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	NM
429	PROMPT PARTICIPACOES S.A.	MB
430	PRONOR PETROQUIMICA S.A.	
431	QGN PARTICIPACOES S.A.	MB
432	QUATTOR PETROQUIMICA S.A.	
433	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	N1
434	RASIP AGRO PASTORIL S.A.	
435	RB CAPITAL SECURIT. RESIDENCIAL S.A.	MB
436	RB CAPITAL SECURITIZADORA S.A.	MB
437	RECRUSUL S.A.	
438	REDE ENERGIA S.A.	
439	REDECARD S.A.	NM
440	REFINARIA DE PETROLEOS MANGUINHOS S.A.	
441	RENAR MACAS S.A.	NM
442	RESTOQUE COMÉRCIO E CONF. DE ROUPAS S.A.	NM
443	RET PARTICIPACOES S.A.	MB
444	RIMET EMPREEND INDS E COMERCIAIS S.A.	
445	RIO GRANDE ENERGIA S.A.	
446	RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	NM
447	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	NM
448	S.A. (VIACAO AEREA-RIOGRANDENSE)	
449	SADIA S.A.	N1
450	SAM INDUSTRIAS S.A.	
451	SANESALTO SANEAMENTO S.A.	
452	SANSUY S.A. INDUSTRIA DE PLASTICOS	
453	SANTHER FAB DE PAPEL STA THEREZINHA S.A.	
454	SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	N2
455	SANTOS BRASIL S.A.	
456	SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	NM
457	SAO MARTINHO S.A.	NM
458	SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	N1

459	SAO PAULO TURISMO S.A.	
460	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	N2
461	SATIPEL INDUSTRIAL S.A.	NM
462	SAUIPE S.A.	
463	SCHULZ S.A.	
464	SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A	N2
465	SELECTPART PARTICIPACOES S.A.	MB
466	SERGEN SERVICOS GERAIS DE ENG S.A.	
467	SETIBA PARTICIPACOES S.A.	MB
468	SIDERURGICA J. L. ALIPERTI S.A.	
469	SLC AGRICOLA S.A.	NM
470	SOLVAY INDUPA S.A.I.C.	CIA
471	SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.	
472	SOUZA CRUZ S.A.	
473	SPRINGER S.A.	
474	SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	NM
475	STEEL DO BRASIL PARTICIPAÇÕES S.A.	
476	SUBESTACAO ELETROMETRO S.A.	
477	SUDESTE S.A.	MB
478	SUL 116 PARTICIPACOES S.A.	MB
479	SUL AMERICA S.A.	N2
480	SUZANO HOLDING S.A.	
481	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	N1
482	TAIPE TRANCOSO EMPREENDIMENTOS S.A.	MB
483	TAM S.A.	N2
484	TARPON INVESTIMENTOS S.A.	NM
485	TC SECURITIES CIA DE SECURITIZACAO	
486	TEC TOY S.A.	
487	TECBLU TECELAGEM BLUMENAU S.A.	
488	TECNISA S.A.	NM
489	TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.	
490	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	NM
491	TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	

492	TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO	
493	TELE NORTE CELULAR PARTICIPACOES S.A.	
494	TELE NORTE LESTE PARTICIPACOES S.A.	
495	TELEC BRASILEIRAS S.A. TELEBRAS	
496	TELEC DE SAO PAULO S.A. - TELESP	
497	TELEFONICA S.A.	DR3
498	TELEMAR NORTE LESTE S.A.	
499	TELEMAR PARTICIPACOES S.A.	
500	TELEMIG CELULAR PARTICIPACOES S.A.	
501	TELEMIG CELULAR S.A.	
502	TELINVEST S.A.	MB
503	TEMPO PARTICIPACOES S.A.	NM
504	TERMINAIS PORTUARIOS PONTA DO FELIX S.A.	
505	TERMINAL GARAGEM MENEZES CORTES S.A.	MB
506	TERMOPERNAMBUCO S.A.	
507	TERNA PARTICIPACOES S.A.	N2
508	TEXTIL RENAUXVIEW S.A.	
509	TFA SECURITIZADORA S.A.	
510	TIG HOLDING LTD.	DR3
511	TIM PARTICIPACOES S.A.	
512	TIVIT TERC. DE PROC., SERV. E TEC. S.A.	NM
513	TOTVS S.A.	NM
514	TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	NM
515	TRACTEBEL ENERGIA S.A.	NM
516	TRAFO EQUIPAMENTOS ELETRICOS S.A.	
517	TREVISA INVESTIMENTOS S.A.	
518	TRISUL S.A.	NM
519	TRORION S.A.	
520	TUPY S.A.	
521	ULBRA RECEBIVEIS S.A.	
522	ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	N1
523	UNI CIDADE SP TRUST DE RECEBIVEIS S.A.	
524	UNIDAS S.A.	

525	UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.	N1
526	UNIVERCIDADE TRUST DE RECEBIVEIS S.A.	
527	UNIVERSO ONLINE S.A.	N2
528	UPTICK PARTICIPACOES S.A.	MB
529	USINA COSTA PINTO S.A. ACUCAR ALCOOL	
530	USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	N1
531	VALE S.A.	N1
532	VALETRON S.A.	MB
533	VARIG PARTIC EM SERV COMPLEMENTARES S.A.	
534	VARIG PARTIC EM TRANSPORTES AEREOS S.A.	
535	VBC ENERGIA S.A.	
536	VICUNHA SIDERURGIA S.A.	
537	VICUNHA TEXTIL S.A.	
538	VISION SECURITIZADORA S.A.	
539	VIVO PARTICIPACOES S.A.	
540	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	N1
541	VOTORANTIM FINANÇAS S.A.	MB
542	VULCABRAS S.A.	
543	WEG S.A.	NM
544	WEMBLEY SOCIEDADE ANONIMA	
545	WETZEL S.A.	
546	WHIRLPOOL S.A.	
547	WIEST S.A.	
548	WILSON SONS LTD.	DR3
549	WLM - INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	
550	WTORRE CRJ SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.	
551	WTORRE FIDES SECURITIZADORA CRED IMOB SA	
552	WTORRE NSBC SECURITIZADORA CRED IMOB S.A	
553	WTORRE PIC SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.	MB
554	WTORRE SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.	
555	WTORRE TC SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.	
556	WTORRE TSSP SECURITIZADORA CRED IMOB S.A	
557	WTORRE VPA SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.	

558	WTORRE VRJ SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.	
559	XX DE NOVENBRO SECURIT CRED IMOB S.A.	MB
560	YARA BRASIL FERTILIZANTES S.A.	
561	ZAIN PARTICIPACOES S.A.	MB

Fonte: BOVESPA posição de 31/12/2009

Notas: (NM) Cia. Novo Mercado

(N1) Cia. Nível 1 de Governança Corporativa

(N2) Cia. Nível 2 de Governança Corporativa

(MA) Bovespa Mais

(MB) Cia. Balcão Org. Tradicional

(DR1) BDR Nível 1

(DR2) BDR Nível 2

(DR3) BDR Nível 3

(DRN) BDR Não Patrocinado

**ANEXO B - EMPRESAS LISTADAS NO SEGMENTO NOVO MERCADO DA
BOVESPA EM 31/12/2009**

Nº	Razão Social	Segmento
1	ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	NM
2	ACUCAR GUARANI S.A.	NM
3	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	NM
4	AMERICAN BANKNOTE S.A.	NM
5	AMIL PARTICIPACOES S.A.	NM
6	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	NM
7	BCO BRASIL S.A.	NM
8	BCO NOSSA CAIXA S.A.	NM
9	BEMATECH S.A.	NM
10	BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	NM
11	BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	NM
12	BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	NM
13	BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	NM
14	BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	NM
15	BRF - BRASIL FOODS S.A.	NM
16	BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A.	NM
17	CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	NM
18	CETIP S.A. - BALCÃO ORG. DE ATIVOS E DERIV.	NM
19	CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	NM
20	CIA HERING	NM
21	CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	NM
22	CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	NM
23	CIA SANEAMENTO DE MG-COPASA MG	NM
24	CIELO S.A.	NM
25	CONSTRUTORA TENDA S.A.	NM
26	COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	NM
27	CPFL ENERGIA S.A.	NM
28	CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	NM
29	CREMER S.A.	NM

30	CSU CARDSYSTEM S.A.	NM
31	CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART	NM
32	CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	NM
33	DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	NM
34	DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	NM
35	DROGASIL S.A.	NM
36	EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	NM
37	EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA	NM
38	EQUATORIAL ENERGIA S.A.	NM
39	ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	NM
40	ETERNIT S.A.	NM
41	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	NM
42	EZ TEC EMPREENDE. E PARTICIPACOES S.A.	NM
43	FERTILIZANTES HERINGER S.A.	NM
44	FLEURY S.A.	NM
45	GAFISA S.A.	NM
46	GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	NM
47	GRENDENE S.A.	NM
48	GVT (HOLDING) S.A.	NM
49	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	NM
50	HYPERMARCAS S.A.	NM
51	IDEIASNET S.A.	NM
52	IGUATEMI EMP.DE SHOPPING CENTERS S.A	NM
53	INDUSTRIAS ROMI S.A.	NM
54	INPAR S.A.	NM
55	INVEST TUR BRASIL - DESENV.IMOB.TUR.S.A.	NM
56	IOCHPE MAXION S.A.	NM
57	JBS S.A.	NM
58	JHSF PARTICIPACOES S.A.	NM
59	KLABIN SEGALL S.A.	NM
60	LIGHT S.A.	NM
61	LLX LOGISTICA S.A.	NM
62	LOCALIZA RENT A CAR S.A.	NM

63	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	NM
64	LOJAS RENNER S.A.	NM
65	LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	NM
66	LUPATECH S.A.	NM
67	M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	NM
68	MAGNESITA REFRATARIOS S.A.	NM
69	MARFRIG ALIMENTOS S/A	NM
70	MARISA S.A.	NM
71	MEDIAL SAUDE S.A.	NM
72	METALFRIO SOLUTIONS S.A.	NM
73	MINERVA S.A.	NM
74	MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	NM
75	MPX ENERGIA S.A.	NM
76	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	NM
77	NATURA COSMETICOS S.A.	NM
78	OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	NM
79	ODONTOPREV S.A.	NM
80	OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES S.A.	NM
81	PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	NM
82	PORTO SEGURO S.A.	NM
83	PORTOBELLO S.A.	NM
84	POSITIVO INFORMATICA S.A.	NM
85	PROFARMA DIST. PROD FARMACEUTICOS S.A.	NM
86	REDECARD S.A.	NM
87	RENAR MACAS S.A.	NM
88	RESTOQUE COM. E CONF. DE ROUPAS S.A.	NM
89	RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	NM
90	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	NM
91	SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	NM
92	SAO MARTINHO S.A.	NM
93	SATIPEL INDUSTRIAL S.A.	NM
94	SLC AGRICOLA S.A.	NM
95	SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	NM

96	TARPON INVESTIMENTOS S.A.	NM
97	TECNISA S.A.	NM
98	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	NM
99	TEMPO PARTICIPACOES S.A.	NM
100	TIVIT TERC. DE PROC., SERV. E TEC. S.A.	NM
101	TOTVS S.A.	NM
102	TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	NM
103	TRACTEBEL ENERGIA S.A.	NM
104	TRISUL S.A.	NM
105	WEG S.A.	NM

Fonte: BOVESPA posição de 31/12/2009.